拯救全球经济

方向、策略和未来

[法] 奥利维尔·布兰查德 (Olivier Blanchard)　[印] 拉古拉迈·拉詹 (Raghuram Rajan)
[美] 肯尼斯·罗格夫 (Kenneth Rogoff)　[美] 劳伦斯·萨默斯 (Lawrence H. Summers)　◎编著

鲁冬旭◎译



全球经济复苏艰难、增长缓慢，如何重振？
在不确定的环境中，中国该如何应对世界经济新秩序？
顶级经济专家把脉全球经济新形势
聚焦改革突破点，开出经济复苏新药方

美国财政部前部长
劳伦斯·萨默斯
罗伯特·鲁宾

美联储前主席
保罗·沃尔克
本·伯南克

IMF前首席经济学家
奥利维尔·布兰查德
肯尼斯·罗格夫
拉古拉迈·拉詹

IMF首席经济学家
莫里斯·奥布斯特菲尔德

各国央行行长、国际清算银行总裁、欧盟委员会经济与金融事务总司长
哈佛大学教授、斯坦福大学教授、耶鲁大学教授、MIT教授、纽约大学教授

倾力奉献



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

版权信息

书名:拯救全球经济

作者:[法]奥利维尔·布兰查德 等

译者:鲁冬旭

ISBN:9787508669823

中信出版集团制作发行

1
导读

奥利维尔·布兰查德 IMF前首席经济学家
拉斐尔·波蒂略 维也纳联合研究所高级经济学家

2015年4月15—16日，IMF召开了第三届宏观政策反思会议。宏观政策反思会议自2011年开始每两年举行一次，这一会议使得各界学者和决策者们得以共聚一堂，研讨应该如何吸取国际金融危机及其后续事件的教训，更新对宏观经济政策的理念和看法。鉴于国际金融危机终于结束，2015年的会议的重心集中在对未来政策框架的讨论上。那么，我们的宏观政策框架会和危机前的共识一致，还是会发生根本的改变？我们在这个问题上有进步吗，还是仍然处于混乱和懵懂中？

本书的27篇文章反映了该次会议的讨论结果，文章涵盖了宏观经济政策的各个方面。本书根据主题将这些文章组织成7个部分：新常态、系统性风险与金融监管、宏观审慎监管政策、货币政策、财政政策、资本流动及汇率管理、国际货币体系。由于本书所讨论的问题涉及面较广，我们认为有必要为读者提供导读。针对上述每一个主题，我们将提出一系列的问题，然后对该部分的内容进行总结，并指出该部分内容在全面政策辩论中处于何种位置。当然，本书难免挂一漏万，但有些问题在上两次会议的论文集中曾有所涉及。注

新常态

新常态是2015年会议所讨论的核心议题。在国际金融危机发生之前，宏观经济的总体特征表现为合理的增长和正常的利率水平。那么在金融危机之后，未来的宏观经济蓝图还会和危机之前一样吗？我们会不会像过去几年一样，陷入长期停滞、实际利率为负以及通货紧缩的压力之中？

针对上述问题，本书编者中的两位提出了截然不同的看法。肯尼斯·罗格夫认为，我们正处于债务超级周期中的调整期。国际金融危机爆发之前，过度的信贷扩张持续了很长时间，而正是这样的过度信贷扩张导致了国际金融危机的爆发。因此，在金融危机结束之后，会有较长时间的去杠杆化调整阶段，而这一过程不可避免地会对经济的增长产生长期的负面影响。这是金融危机的一个典型的副作用。但肯尼斯·罗格夫认为，这并不会成为长期的趋势：一旦上述副作用减弱和消退，我们就将迎来较高的经济增长率。美国和英国已经率先迎来了去杠杆化过程的尾声，欧盟尚处于这一过程的最严峻时期内，而中国刚开始面对近年来债务堆积所产生的挑战。在实际利率方面，肯尼斯·罗格夫认为，较低的安全利率掩饰了很多家庭和企业所面临的收紧的金融环境。随着去杠杆化进程的结束，金融环境将会转好，安全的实际利率也会随之上升。

劳伦斯·H.　萨默斯的观点则截然不同。他于2013年的一次IMF会议上首次提出了长期停滞假说[注]，并在本次会议上对这一假说做了进一步的阐述。劳伦斯·H.　萨默斯认为，国际金融危机后的种种情况——低利率、经济低增长、低于目标的通胀率——都进一步确认了我们现在正面临着一个长期问题：储蓄多于投资，这一问题比他最初想象的波及范围更大、更全球化。在这样的环境下，要使国际经济保持发展潜力，各国央行就必须在可预见的未来保持低利率甚至负的实际利率。这当然会带来一些负面影响，随着各国央行越来越为零利率的限制所困扰，总需求的管理就会变得越来越困难。此外，金融不稳定情况出现的风险也会随之增加，因为在低利率或负利率的均衡状态下，投资者对高回报的追求更容易催化泡沫。上述这些担忧将在本书各部分的讨论中反复出现。

肯尼斯·罗格夫和劳伦斯·H. 萨默斯这两种截然相反的观点自然意味着两种截然相反的政策导向。比如，长期停滞论要求政府致力于鼓励投资（包括公共设施建设方面的投资），以此来提高总需求和均衡实际利率。而肯尼斯·罗格夫则认为，低安全利率会掩饰严峻的经济形势，因此增加政府贷款可能会进一步压缩私营部门的融资。

那么，我们应该怎样看待这些互相对立的观点呢？解决这一问题的重点在于我们究竟如何解读利率的波动。IMF最近的文献为我们提供了一些比较细致的分析。[注]债务积压、去杠杆化以及其他一些周期性的因素对利率产生了一定的影响，因此随着这些因素的消退，利率应该有所上升。但实际利率的下降目前看来确实是长期的，并且是全球化的。这一现象在国际金融危机发生之前就已经开始，因此很难相信它会随着金融危机的结束而完全消失。综合这些因素，我们认为在可预见的未来，低利率仍将持续，虽然不一定会出现负利率盛行的现象。

系统性风险与金融监管

金融系统中过度杠杆化的交错关系，以及随之产生的银行及非银行金融机构的资产负债表的高度复杂性和关联性引发了国际金融危机。换句话说，金融危机的发生暴露了大量我们事先并未发现的系统性风险。自金融危机发生以来，各界付出了巨大的努力，试图更好地理解和测度系统性风险的各个维度。但是，我们不禁要问，我们在这方面的进展究竟如何？系统性风险的某些方面是否比其他方面更容易测度？比如金融系统中的杠杆会比影子银行的风险更易测度吗？或者，清偿性风险会比流动性风险更易测度吗？

此外，我们看到在世界各地，金融监管改革纷纷实施：美国的《多德–弗兰克法案》、英国的维克斯委员会、巴塞尔的金融稳定委员会等皆是例证。那么，这些改革是否成功减少了系统性风险？它们是否带来

了一些意想不到的作用？一个更基本的问题是：不断变换的金融环境和持续导致金融系统过度杠杆化的激励机制是否意味着这些监管改革注定无法成功？

在保罗·沃尔克对本书这一章的简介中，他总结出两个主要的议题：避免金融系统中出现过度杠杆化的重要性，以及将监管体系扩展至银行系统以外的必要性。

维拉尔·阿查亚的文章则展示了我们在测度系统性风险方面取得的进展，至少在银行领域中我们有所进步。阿查亚向我们介绍了纽约大学的金融波动研究所提出的一种测量系统性风险的工具——SRISK。利用SRISK，阿查亚评估了监管改革的效果。SRISK向我们提供了一种以市场为基础的评估体系，让我们得以评估银行在总体压力时期的资本缺口。在这一模型中，我们首先假设出一种市场瘫痪的情况，然后计算出机构在这种情况下的剩余股本，接着将上述剩余股本和审慎的资本比率所提示的股本水平相比较，并将上述比较推广到所有上市金融机构身上。由此，SRISK向我们提供了一种量化的、随时间变化的衡量金融系统脆弱性的指数。

利用SRISK，阿查亚对世界各地监管改革的成效给出了这样的结论：喜忧参半。根据他的研究，金融危机之后，美国的银行系统在这方面已经有了显著的改善，而这得益于资本的注入和《多德–弗兰克法案》通过后美国实施的种种政策——包括对显著影响金融系统的重要金融机构的压力测试。但是，欧洲的情况则不容乐观，欧洲金融体系的系统性风险仍是金融危机发生前的两倍，阿查亚认为这是由于资本结构调整不充分，以及压力测试不够有效造成的（阿查亚认为欧洲的金融体系过度关注风险加权资本率而没有对直接杠杆给予足够的重视）。阿查亚的研究还显示，亚洲金融体系的风险显著上升，尤其是近年来在债务和杠杆的高速增长之下，中国的系统性风险大幅上升。

阿纳特·阿德马蒂的观点则比较悲观。她的论点是国际金融危机中

暴露出的金融监管不力的情形在危机之后并没有明显改观。股东和债权人之间的利益矛盾会导致企业过度杠杆化，阿德马蒂称之为“杠杆棘轮效应”。杠杆棘轮效应在银行系统中尤为明显，因为债权人预期在金融危机期间，央行和政府必然会对银行给予支持和保障。这种预期弱化了债权人规范股东行为的动机。资本监管本应修正上述扭曲现象，但实际情况是金融监管制度仍然允许极高的负债水平，尤其是复杂的风险加权平均体系更加重了这一问题，这些规则扭曲了投资决策的过程，从而增加了系统性风险。

在阿德马蒂看来，解决方案十分明显：我们应该大幅提高对资本率的要求，实际资本至少应达到银行（非风险加权平均）总资产的15%。这一建议水平远远高出《巴塞尔协议III》的最低资本金要求（测试阶段建议比例为3%，最终比例尚未确定），也超过了美国最新设置的标准（5%—6%）。[注]此外，阿德马蒂还提出有必要进一步讨论风险的测度问题，比如如何测量金融衍生品的风险敞口。阿德马蒂还指出，某些类似债券［如CoCos（应急可转债）、非股权总损失吸收能力工具等］虽然在理论上可以转化为股本，但实际上这种转换在压力时期非常困难，因此在监管意义上，这些债券不应被视作股本。

银行只是金融体系的一部分，非银行机构及市场正在发挥着越来越重要的金融中介作用。[注]鉴于这种情况，菲利普·希尔德布兰德的论文研究了金融市场的流动性风险及资产管理人的作用。近年来资产价格的波动和买卖差价的扩大使人们产生了这样的疑问：更严格的金融监管削弱了银行的做市角色，是否会因此而创造新的系统流动性风险？希尔德布兰德对上述论断持怀疑态度，他认为长期以来一直存在着所谓的流动性幻觉，所有金融市场参与者都应该据此做出相应的调整，以应对流动性风险。希尔德布兰德还指出，资产管理公司本身并不是系统性风险的来源，因为这些公司的资产负债表规模相对较小，也没有杠杆化，但是这些资产管理公司的某些金融产品确实会导致投资者面临流动性不足的风险。希尔德布兰德支持对投资基金进行必要的压力测试。

罗伯特·鲁宾认为，以市场为基础的金融体系不可避免地会遭受繁荣和萧条周期的影响，尽管监管政策可以降低危机的可能性和严重性，也无法彻底消除。在目前的金融环境下，鲁宾认为近年来高速发展却并未被透彻研究和理解的影子银行体系有着制造显著系统性风险的可能。他认为要想制定出更正确有效的监管工具，必须加强对各种资产类别、组织机构和投资活动的分类研究。

宏观审慎监管政策

宏观审慎监管工具是一种新型的政策工具。最大贷款与价值比率就是宏观审慎监管工具的一个典型例子。我们可以根据房地产市场的状况，对要求机构达到的最大贷款与价值比率进行调整。从原则上来说，这些工具可以针对金融风险的不同维度，使货币政策和财政政策发挥它们的传统功效。但是，宏观审慎监管政策真的有用吗？为什么我们不干脆设定更加严格而不随时间变化的管理要求呢？我们如何将宏观审慎监管政策和货币政策结合起来呢？此外，这些政策还有十分重要的再分配效应。我们应该如何面对和处理这些政策所产生的政治经济影响呢？

保罗·塔克的论文直接着眼于金融系统的稳定性。他认为，宏观审慎监管体系应该被定义为一个管理参数不断动态调整的体系，该体系的目的是把金融系统的弹性维持在我们期望的范围内。塔克强调，管理的重点是弹性（弹性与金融系统发生危机的频率负相关），而不是对信贷周期的微调。塔克认为把对信贷周期的微调作为政策目标过于激进，并且忽视了风险管理中真正的核心部分。但这一体系的潜台词是，金融监管机制的基础——各项指数调整时所依据的中心——并不是为经济的繁荣状态所设计的，因此这个体系本身不能够保证金融的稳定。在塔克看来，这是决策者的选择，而决策者做出这一选择的原因之一，是担心永久性的从紧管理政策会对向经济体提供金融服务的功能产生不良影响（并且可能导致管理性套利机会的产生）。

在这篇论文中，塔克列出了宏观审慎监管体系的一些优点，而在过去10年中，我们也曾通过类似的努力建立起货币政策的体系。第一，考虑到不断变化的金融环境，宏观审慎监管政策需要同时针对银行和非银行机构。第二，考虑到监管者的主观性是不可避免的，监管政策必须由选拔出来的官员根据一个明确界定的目标来制定。第三，在可能的范围内，决策者应避免进行一阶分配选择。第四，制定宏观审慎监管政策的过程应尽量透明和制度化，定期进行的压力测试应扮演重要角色。第五，由于宏观审慎监管政策很大程度上也由央行制定，应该建立相对独立的决策结构，这样可以保证宏观审慎监管政策和货币政策的相对独立，保证两项任务都被严肃对待。

虽然在塔克看来，宏观审慎监管政策和货币政策是两种截然不同的工具，申铉松却认为两者有时难以区分。宏观审慎监管政策和货币政策都会影响信贷的需求和供给，因此当宏观审慎监管政策和货币政策背道而驰的时候，就会产生某种张力。在这样的情况下，家庭和企业一边被要求增加借款，一边又被要求减少借款。申铉松认为，货币政策正越来越严重地受到国际金融环境的制约，尤其是在新兴市场经济体中。相比较而言，宏观审慎监管政策所受的限制则较小，因此宏观审慎监管政策可以在宏观框架下发挥更重要的作用。但申铉松同时也警告我们，上述两种政策的有效性都受制于不断变化的金融环境。

拉尔斯·E. O. 斯文森从另一个角度分析了货币政策和宏观审慎监管政策的相对关系。斯文森以瑞典为研究对象，进行了成本效益定量分析，以回答货币政策是否应该以金融稳定为目标这个问题。斯文森发现，小幅提高利率只能对金融稳定产生微小的正面贡献（表现为减少金融危机发生的概率和严重性），却会极大地提高失业率，因此是一项弊大于利的政策。斯文森因此得出结论，货币政策并不是解决金融稳定性问题的正确工具，宏观审慎监管政策才是对症良药。

未来的货币政策

国际金融危机的发生和零利率的限制条件迫使各国央行不得不对各种新的政策工具和方法进行实验。在此过程中，央行的资产负债表呈指数级增长。在这方面，我们可以提出很多关于未来的问题，比如：我们究竟应该在多大程度上背离传统的以通胀为目标的体系？最终我们是否应该放弃这些新的工具，重新将它们束之高阁？央行资产负债表的最优规模到底是多大？通过持有长期政府债券，央行是否制造了负面外部效应？鉴于上次金融危机的根源，我们究竟应该如何将金融业整合到政策制定的框架中？

何塞·比尼亚尔斯对国际金融危机给货币政策带来的挑战进行了全面的总结。他的讨论重点是：货币政策是否能在保持物价稳定及产出稳定的基础上，同时保持金融稳定？保持金融稳定的任务是否应该完全或大部分交由宏观审慎监管政策完成？比尼亚尔斯在文中强调，通过有效利用宏观审慎监管政策，可以降低金融危机发生的频率和严重性，从而降低零利率条件对货币政策的限制，使得货币政策能在经济周期中更好地发挥作用。比尼亚尔斯还详细探讨了一系列与此相关的政策挑战：比如货币政策需要通过十分微妙精细的平衡举措与公众进行交流，既要在一定程度上向公众预期传递未来的政策走向，又要在一定程度上维持未来经济发展的不确定性；再比如货币政策在新兴市场经济体以及有大量资本涌入同时存在资本突然停止涌入风险的小型开放型经济体中所面临的艰难选择。

接下来的两篇文章提出了对美国货币政策的两种截然不同的看法。本·伯南克的论文对现有的框架进行了有力的辩护。他认为，通过采用一个明确的通胀目标，美联储加强了对通胀预期的锚定，从而使得美联储在全球经济萧条时期有更大的空间去实施宽松的货币政策。伯南克认为，美联储着眼于目标，而不着眼于具体工具，这一特点使得美联储面对经济结构的改变能够保持稳健，因此他认为，这样的系统要优于只关

心联邦基金利率这一简单规则的系统。伯南克还认为所有非常规货币政策工具（例如大规模的资产购入以及前瞻性指引）最终都应该被束之高阁，而联邦基金利率应该重新占据政策舞台的中心。但同时伯南克也指出，未来央行可以拥有更大规模的资产负债表，此举主要是为了提供弹性供给的安全短期资产（美联储债务）。

在约翰·泰勒看来，回望21世纪头10年，美国货币政策框架的主观性及随意性过强。他认为，美国背离了以工具为基础的货币政策，这是金融危机爆发的一个关键原因，也是全球萧条时期美国经济发展缓慢的重要原因。此外，泰勒还指出，这种背离不仅局限于美国，比如，其他主要经济体的央行所采取的量化宽松措施也对新兴市场经济体产生了负面的货币政策影响。基于以上观点，泰勒提出应使货币政策"重新正常化"。他建议各国重归以规则为基础的货币政策模式，并表示相关的立法会在这方面起到积极的作用。比如他建议立法规定美联储必须向公众详细描述其政策工具调整所依据的规则或战略。

约翰·吉纳科普洛斯也参加了这一部分的讨论。他指出央行应更关注金融环境，并提出了信贷表面（credit surface）这一概念。信贷表面系统通过追踪企业和个人的信用分数以及他们所抵押的资产的价值，来追踪企业和个人获得借款所需的利率。这个系统显示出违约风险是金融环境的一个固有的元素。吉纳科普洛斯认为相比于央行传统上重视的无风险利率指标，他所提出的信贷表面指标能够更好地描述和度量金融环境。吉纳科普洛斯还指出，央行应该更直接地干预信贷表面，以此来限制与信贷和杠杆有关的萧条和繁荣周期的幅度。吉纳科普洛斯认为，为了达到上述目的，央行应该更多地运用宏观审慎监管政策工具，如调整对贷款与价值比率的要求，他还认为央行应扮演更为积极的贷方角色。此外，吉纳科普洛斯还认为决策者应该谨慎使用债务豁免这一政策工具。

那么，我们是否让央行承担了过重的责任呢？吉尔·马库斯认为，

本次金融危机迫使央行采取了一些非常措施，这些措施超越了央行传统的任务重点。金融危机以来，央行已经被赋予更多的责任，并且责任还在不断增多，包括对金融稳定的进一步强调以及宏观审慎监管工具的使用等。这些举措使人们对央行的能力产生了不切实际的预期，好像央行应该无所不能；同时另一种声音又对央行权力过大的现象表示了反对。因此，财政政策和货币政策之间的界限模糊了，央行的独立性也受到了越来越大的压力。马库斯认为，上述问题没有简单的解决方案，因为目前即使让央行回归过去只承担控制通胀任务的状况，也同样可能损害央行的公信力。

未来的财政政策

当金融系统进入冻结状态，货币政策也就无法起效了，此时大多数发达经济体会依靠财政政策工具来限制需求的暴跌，需求的暴跌会进而导致产出的暴跌。然而，这些措施会导致财政收入的骤减和或有债务（包括金融业的或有债务）变成实际债务，从而导致公共债务占GDP（国内生产总值）的比例急速上升。这样的情况一旦发生，往往导致政策的重点从刺激经济增长转向稳定债务。展望未来，过去的这些经历向我们提出了一系列的问题。我们是否应该为了宏观经济的目标而更积极地使用财政政策工具？如果上述问题的答案是肯定的，那么在怎样的情况下才应该使用财政政策工具？公共债务的安全水平在什么位置？自动稳定机制是否有进一步提高的空间？此外，经济危机以来欧盟的困难状况造成了对财政政策规则的大量争论，我们是否可以设计出更好的财政政策规则？如何才能更好地把风险因素纳入财政政策的考量范围？

维托尔·加斯帕尔的论文重点讨论政策的两个方面。首先，他提出，应加强对财政风险的分析。本次金融危机给我们提供的最大教训之一就是风险是高度关联、不对称和非线性的。要避免财政政策成为未来（债务）危机的根源，必须努力更好地度量、防止并最小化这些风险。

其次，加斯帕尔强调了财政稳定对减少宏观风险和支持经济增长的重要性。加斯帕尔还提出了FISCO（财政稳定系数）的概念，这一系数度量了财政对反周期性影响的能力：FISCO越高，则稳定作用越大。加斯帕尔还提出了一系列可以增加反周期性影响的机制，如经济萧条期间的自动减税机制。但是，加斯帕尔也对稳定效果的不对称性提出了警告，因为这些稳定措施会对棘轮效应下的债务水平产生影响。

马丁·费尔德斯坦讨论了何时应采用财政政策来刺激投资和总需求。传统上，经济学家反对用财政政策作为宏观经济工具，这是因为经济学家认为，通常一次萧条的持续时间并不长，当酌情使用的财政措施付诸实施时，通常已经为时过晚。费尔德斯坦则认为，对于某些类型的萧条，尤其是和金融危机相关联的萧条，因为持续时间较长，可以也应该酌情使用财政政策加以干预。但费尔德斯坦也指出，积极的财政干预并不需要改变整体的预算赤字和盈余，而可以表现为预算组成方面的改变，比如可以通过提高公司税收来支持鼓励投资的税收优惠政策。

马可·布提研究了欧盟以规则为基础的财政政策的未来以及灵活性的重要性。布提指出，财政规则应达到双重效果：既要保证债务的可持续性，也要有助于增强经济的稳定性。在货币联盟中，财政规则的稳定功能尤其重要，而在欧盟财政框架的设计和实施中，这一点未能获得足够的强调。布提进一步指出，目前的框架存在过度复杂和缺少执行力的问题，这两个缺点都反映出更深层次的政治经济问题，即协调博弈的主要国家之间缺乏信任。尽管欧盟面临上述挑战，布提同时也指出，目前各国正努力利用现有体系的灵活性来建立更支持经济发展的财政体系，并促进结构化改革，其中的关键是设计出更为“聪明”的规则。布提希望这些努力可以促进现有框架的更有效实施，并促成欧盟财政政策的全面提高。

最后，J. 布拉德福德·德隆建议21世纪各国应增加政府支出，并提高公共债务水平。他认为未来经济将越来越多地转向市场失灵现象较普

遍的领域（如教育、医疗、信息商品）。因此，公共领域的规模也应扩张。此外，德隆指出，政府借贷的利率（r）低于经济增长的速率（g），这一现象已持续近200年。在这样的情况下（$r < g$），经济可能处于动态的低效率状态。面对这种情况，经济学教科书告诉我们：应该提高政府债务水平，而非降低政府债务水平。如果低利率反映的是人们对安全资产的需求，那么政府仍然应该发行安全债券，并用所获得的资金进行生产性投资（因高度相关，我们将就此进一步讨论新常态及未来利率的各种可能性）。

如果利率低于经济增长率，那么公共债务应该被看作一种基本安全的资产：公共债务占GDP的比例应该下降，即使政府永远不偿还债务也是如此。显然这样的论点是有其局限性的。如果对安全资产的需求导致的低利率现象反映的是某种未来可能被修正的扭曲现象，那么更高的债务水平可能是不可持续的，或者更高的债务水平将会增加自证预言的风险。德隆认识到了上述风险的存在，但他认为从历史上看，工业国家的财政危机都是由某种基本面新闻造成的，而不是由对政府债务需求的突然改变造成的。德隆还强调，在必要的情况下，政府永远可以实施金融压抑政策，而金融压抑政策能够降低债务爆炸的风险。

资本流入、汇率管理及资本管制

本次危机强化了这样的信念：国际资本流动可以经历强烈的波动，而新兴市场经济体对这些波动尤为敏感，并可能因此受到强烈的干扰和破坏。针对这一问题，决策者们采用了大量的政策工具作为回应：旨在规范资本流的宏观审慎监管措施、外汇干预、资本管制都成了目前政策环境的组成部分。但是这些工具真的有用吗？什么时候应该采用它们？它们应该如何与其他工具相结合？长期来看，金融危机以来的经验有没有告诉我们资本账户的最优开放度是什么？

为抵抗外部环境的波动，新兴市场经济体采用了很多非传统政策工具。本部分的三篇文章对上述尝试进行了不同程度的肯定。

莫里斯·奥布斯特费尔德在布雷顿森林体系确立的浮动汇率制的背景下讨论了这个问题。奥布斯特费尔德认为，曾经成功促进实体经济一体化和金融一体化的浮动汇率制度现在却导致了一些强化市场分割的行为。大家越来越清楚地认识到，浮动汇率导致各国无法规避全球金融周期的影响，并导致他国政策的外溢效应通过资本流动的方式波及本国。在这样的背景下，资本管制可能成为我们的次优选择。虽然奥布斯特费尔德认为宏观审慎监管政策在这方面的效果可能更好，但他强调宏观审慎监管政策对资本流动的效果目前尚未被很好地理解。

路易斯·阿瓦祖·佩雷拉·达席尔瓦讨论了巴西政府的"实用主义"政策制定和实施方法。20世纪90年代的金融危机以来，不仅是巴西，其他新兴市场经济体也普遍采用了这样的实用主义政策，在本次金融危机以后，这种态度得到了进一步的强化。一开始，这套方法包含着一些教科书式的元素（如浮动汇率、财政纪律、通胀目标等），再加上一些非标准化的政策（如通过外汇储备积累进行自我保险，通过外汇干预减少汇率波动等）。他认为，随着近年来资本流入激增和金融稳定性风险的上升，上述方法已经被成功提高和改进了，比如引入了宏观审慎监管政策来避免信贷的过度增长，再比如进一步加强外汇干预政策，以帮助私营企业对冲风险。

奥古斯丁·卡斯腾斯认为，金融危机的起因是发达国家对非传统政策的使用（卡斯腾斯认为这是由这些国家的国内环境引起的），而新兴市场经济体在危机后对非传统政策工具的使用正是对上述事件的一种回应。为了应对资本剧烈流入的实体和金融效应，并为未来的反向流出做好准备，新兴市场经济体采用了"竞争性外汇储备积累"的方法作为回应。卡斯腾斯认为，在这一意义上，外汇储备积累可以被认为是一种宏观审慎监管政策工具。但卡斯腾斯同时对以银行为基础的宏观审慎监管

工具持怀疑态度，因为这些资本流动的性质是以市场为基础的。卡斯腾斯并不赞同资本管制政策。

国际货币与金融体系

本次金融危机是全球尺度上的金融危机，国际货币体系从未经历过如此严峻的考验。各国央行不得不扩大货币互惠额度。IMF启动了新的项目以提供流动性。大量的资本流动和汇率的强烈波动导致了人们对货币战争爆发的担忧。在更广泛的范围内，发达国家使用非常规政策的外溢效应波及世界的其他地区，正如上述讨论所显示的，这些现象正日益成为各界关注的中心。但是，我们已经很好地理解这些政策的外溢效应了吗？现存的体系还管用吗？如果国际合作是必须的，那么这种合作应采取怎样的形式？我们是否能设计出跨越国界的金融管理规则，并限制国际套利风险？我们是否应该重新审视汇率的游戏规则？

海梅·卡鲁阿纳认为，我们的国际货币体系中存在一个盲点：地方规则（即以国内情况为着眼的政策）和国际市场的结合无法限制金融失衡的发展，也无法限制金融失衡在国家间的传播。虽然作者认为，将金融稳定性考量更好地纳入国内宏观经济体系有助于上述问题的解决，但作者同样认为，各国（尤其是大型发达国家）在制定政策时应考虑所谓“反向溢出效应”——本国的政策会影响其他国家，而其他国家的反应又会反过来影响本国。“反向溢出效应”的性质和幅度尚需进一步研究确定。作者还强调加强国际合作的重要性，比如作者指出各国应共同制定全球化的游戏规则（拉古拉迈·拉詹将在本书的后续部分进一步讨论这一观点）。

泽蒂·阿赫塔尔·阿齐兹总结了金融危机后的国际政策协调活动。她认为，通过建立金融稳定委员会等新的国际组织，以及加强跨国界监督机制（如实施全球复苏计划），金融稳定政策方面的跨国合作已经有了

进步。作者对一些单边性措施（如将本国金融系统与外界隔绝的措施）提出了警告，她认为这些措施会导致理想的金融全球化进程的倒退。注 作者认为在宏观政策方面，国际合作的进步微小，但是区域合作有较大进步，比如亚洲各央行间通过《清迈协议》达成了多边货币互换的协议。

里卡多·J.　卡瓦列罗指出了国际金融体系的一处弱点。他认为，低利率和长期停滞的主要原因之一是全球性的安全资产短缺（“安全陷阱”）。作者认为，发达国家以长期政府债券为重点的量化宽松措施，以及新兴市场经济体的外汇储备积累行为都在进一步减少长期安全资产的供给，从而加重上述问题。作者认为，发达国家央行采取的量化宽松政策更是适得其反，因为这些措施的直接效果十分有限，这意味着更大规模的买入，还导致新兴市场经济体以外汇储备积累行为作为回应。作者给出了两项建议：第一，应强化IMF的功能，进一步提高金融风险分担的程度，扩大货币互换协议，这样可以降低新兴市场经济体央行自我保险的需要；第二，加强对发达经济体政策的全球外溢效应的关注。

最后，拉古拉迈·拉詹进一步批评了目前的国际货币体系。他认为，目前的国际货币体系过度强调拉动发达国家疲软的经济增长，并将这种现象称为“发展强制令”。作者认为，这种发展强制令导致各国央行过度采用量化宽松措施，而这些措施的结果是将需求强行从其他国家转移至发达国家，并且增加了杠杆的程度和金融系统的脆弱性。作者明确呼吁，IMF这样的多边组织应制定关于汇率的新规则，并且对各国政策是否符合上述游戏规则做出明确的评估。

结论

进行完上述讨论以后，我们仍然想问：在未来的宏观经济政策中，是进步还是混乱占据主流呢？在本书最后一章，奥利维尔·布兰查德总

结了上述问题的答案：进步与混乱并存。比如，布兰查德指出，宏观审慎监管政策工具必须成为政策工具箱中的基本配备，这一点已经成为国际社会的共识。但是，由于金融体系的面貌在不断变化，究竟哪些政策工具更有效也依然存在着很大的不确定性。在货币政策方面，布兰查德认为我们学到了很多经验和教训。但对于很多核心的议题，并没有什么明确的共识存在，比如央行资产负债表的最优规模，或者应该使用的政策工具类型。在财政政策方面，我们在安全债务水平问题上仍然存在着很多混乱和迷惑。

参考文献

Akerlof, George, Olivier Blanchard, David Romer, and Joseph Stiglitz. 2014.*What Have We Learned?* Cambridge, MA: MIT Press.

Blanchard, Olivier, David Romer, Michael Spence, and Joseph Stiglitz. 2012.*In the Wake of the Crisis*. Cambridge, MA: MIT Press.

Dagher, Jihad, Giovanni Dell'Ariccia, Luc Laeven, Lev Ratnovski, and Hui Tong. 2015. "*Bank Capital: How Much Is Enough?*" Submitted manuscript. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund.2014 a. "Perspectives on Global Interest Rates."In*World Economic Outlook*, chap. 3. Washington, DC: International Monetary Fund, April.

International Monetary Fund.2014 b. "Improving the Balance between Financial and Economic Risk Taking." In*Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth*, chap. 1. Global Financial Stability Report. Washington, DC: International Monetary Fund, October.

Summers, Lawrence. 2015. "Have We Entered an Age of Secular Stagnation? IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of

Stanley Fischer, Washington, DC.”*IMF Economic Review* 63 (1): 277–280.

---

1. .参见Blanchard et al. (2012)和Akerlof et al. (2014)。
2. .参见Summers (2015)。
3. .参见IMF,*World Economic Outlook*(2014b),第三章。
4. .最近IMF的一项研究（Dagher et al. 2015）考察了自1970年来的各次银行业危机。这项研究发现15%—22%的风险加权平均资本率足以在90%的危机中完全吸收银行的损失，而非风险加权平均资本率达到9%—13%即能实现上述效果。
5. .参见IMF, *Global Financial Stability Report*(2014b)及其他文献。
6. .奥布斯费尔德在文章中提出了一个有趣的观点。保护国内金融体系的监管政策其实是一种在金融政策方面夺回国家主权的行为。这些政策可能会分割国际银行间的内部资本市场，从而导致效率的降低。但作者也指出，如能确实提高世界范围内的金融稳定性，这些措施可能利大于弊。

新常态

2
债务超级周期，而非长期停滞

肯尼斯·罗格夫 IMF前首席经济学家

为了理解当前全球经济所面临的挑战，我想借本文讨论一个范围虽窄却很具有根本性的问题：全球经济是否已经陷入了“长期停滞”？（长期停滞是指在未来的很长时间内，由于慢性的全球性需求不足而导致的人均收入增长缓慢的现象。）或者，金融危机后的经济增速缓慢现象只是因为我们正处于债务超级周期中的一个特殊时期，当未来去杠杆化的过程结束，借贷困难的现象消失时，预期的经济增速将会超过基于近期经济增速的简单外推得到的结果？注

在本文中，我将论证，经济危机/债务超级周期的视角能为我们提供一个更准确和有用的框架，帮助我们理解全球经济的现状以及未来可能的发展趋势。不同国家和地区从金融危机中复苏的进程未必总是对称的。美国，或许还包括英国，已经率先到达了去杠杆化周期的终点。而受欧元区结构弱点的影响，欧洲目前仍深陷去杠杆的泥潭。本次金融危机起源于西方，但中国却因此积累了整个经济体范围内的高额债务，因此目前中国正面临着高额债务（特别是地方政府债务）所带来的一系列挑战。

债务超级周期

支持债务超级周期的观点不仅有定性的证据，还有定量数据的支

持。2008年金融危机的爆发及其后续事件为我们展现了一个光怪陆离的万花筒。本次危机的情况非常类似于“二战”后的金融危机，各项数据指征接近于我和卡门·莱因哈特在我们2009年合著的《这次不一样》一书中所记录的“二战”后金融危机的各项基准平均数和中位数。[注]首先，证据显示本次危机造成了产出的急剧下降，接着是人均收入的U型复苏曲线，这一曲线常见于从深度系统性金融危机中复苏的情况。但证据并不止于此。我们还可以看到房地产市场繁荣与衰弱的巨幅振荡，伴随着泡沫产生的巨大杠杆和危机前后股价变化的特点。危机后的高失业现象持续时间非常长，而不伴随系统化金融危机的普通经济萧条则通常不会导致这么长时间的高失业率，甚至危机后公共债务的急剧增长也呈现出相当强的典型性。

当然，这次危机也显示出一些独有的特点，其中最重要的应属欧洲主权债务危机。欧债危机导致金融危机所产生的各种问题进一步恶化和加剧。起初，新兴市场经济体经历了较快速的复苏，这部分得益于很多新兴市场经济体在危机发生之时拥有相对健康的资产负债表。不幸的是，长期的高额借贷（既包括政府板块借贷也包括企业板块借贷）使这些新兴市场经济体变得脆弱，它们也卷入了发达国家金融危机的余波，尤其是中国经济的放缓和美联储考虑加息更加剧了上述问题的严重性。

关于如何将债务超级周期理论融入经典经济学模型的问题，现代宏观经济学一向进展缓慢，但近年来我们仍然在这方面取得了较大的进步。[注]这些理论蓝图可以帮助我们理解很多现已被大量记载的实证数据规律。随着信贷的繁荣，资产价格上升，导致这些资产作为抵押物的价值上升，这就导致了信贷的进一步扩张和资产价格的进一步上升。最终，泡沫常常因为实体经济受到潜在的不利冲击而破裂。在泡沫破裂之时，上述整个过程会发生危险而可怕的逆转。

当然，政策在整个过程中扮演了重要的角色。但是我认为，我们过度地关注了传统政策工具对危机的作用，而对非传统政策没有给予足够

的重视。当金融市场的崩溃导致危机进一步放大的时候，非传统政策可能更适合用来应急。具体来说，我认为，决策者当时应该以更大的力度减免债务（比如美国的次级债和欧洲边缘国家的债务），同时应该大力关注银行重组和资本重组。此外，我认为央行当时过度拘泥于通胀目标体系，如果它们在危机发生之时能够更大胆地行动，暂时提高通胀率，那么我们完全有可能避免现在所面临的零利率下限。总体来说，发达经济体央行当时没能慎重考虑使用各种非传统政策工具，而长期以来这些工具在新兴市场经济体中早已被熟练使用。这些失误说明，我们对发达经济体过去如何处理银行业和债务危机的经验和教训理解得并不充分。注

一开始，财政政策（传统政策工具之一）很好地起到了避免最坏情况发生的作用，但之后，很多国家过早地收紧了财政政策。IMF总裁克里斯蒂娜·拉加德在本次“反思宏观经济政策III”会议的开幕词中恰当地提到了这一点。拉加德指出，减缓债务积累的速度是我们的动力之一，但我们应该避免陷入集体失忆症之中。在大多数国家应对经济危机的各个方面中，过度乐观的估计都扮演了重要的角色。我们不能怪罪于某个特定的组织，因为每一个大国的央行、财政部，所有国际金融组织都一而再、再而三地犯了过度乐观的毛病。大多数预测，不管是私人来源还是公共来源的预测，都认为一旦进入复苏阶段，我们会迎来V型的复苏曲线，即便这个阶段会来得迟一些。而事实上，我们看到复苏的曲线是U型的，只有那些认真研究过以往金融危机规律和债务超级周期理论的学者才对这一现象给出了正确的预测。这些预测上的失误，主要来源于对财政乘数的曲解，而这一问题却很少被提及和正视。很多善辩的评论家们坚称，缓慢而渐进地推进财政政策正常化过程是与复苏的诉求相违背的，但是英美两国复苏的时间点和强度却用事实反击了预测家们的这种说法。

长期停滞

当然，长期因素总是扮演着重要的角色，无论在繁荣时期还是萧条时期都是如此。实际上，银行业危机的根源几乎总是某些更深层的、影响实体经济的因素，银行业危机通常只是经济危机的典型放大机制，而非经济危机的根源。

那么，在目前阶段有哪些显而易见的长期因素呢？首先，人口增长率放缓是整个发达国家世界都面临的问题，甚至许多新兴市场经济体（尤其是中国）也即将面临这个挑战。从长期来看，世界人口的稳定将极大地促进全球经济可持续发展目标的达成，但目前的转型过程必然产生深远的影响，只是我们对这些影响的理解尚不够深刻。

另一个较少被提及的长期因素是妇女劳动力参与率上升的现象将不可避免地走向尾声。在过去的几十年中，妇女劳动力参与率达到了前所未有的程度，这显著增加了人均产出。但对很多国家来说，这一趋势可能已经接近尾声，妇女劳动力参与率将不会进一步上升，其对未来产出的贡献将不再增加。

我们还应该重视亚洲国家，尤其是中国在世界经济中地位上升的现象。在过去的30年中，亚洲的经济增长一直有力地拉高着IMF对全球增长潜力的估值。随着中国经济转向以消费为基础、靠国内需求驱动的增长模式，中国的经济增速将不可避免地减缓，这势必影响全球经济的很多方面，比如消费者的实际收入、大宗商品价格等。随着亚洲经济增速放缓，世界经济的增长率很可能将回到过去50年的平均水平。

展望未来，可能最难预测的长期因素就是技术的革新。在经典的索洛经济增长模型中，技术是人均收入增长的最终驱动因素。有些人认为，未来技术革新将处于停滞状态，因为与传统的工业革命相比，电脑和网络的发展所受限制更大，不可能出现过高的增速。这种说法也许有一定道理，但我们仍然有理由对技术革新保持乐观。经济的全球化、交流渠道的畅通、计算技术的发展趋势，这些因素都表明目前的环境适合催生持续的高速创新和实践，而非技术革新的减缓或停止。事实上，我

本人并不担心技术革新的停滞，我反而担心目前我们的社会与政治能力无法快速地适应技术革新的步伐。当然，由于金融危机后信贷的收紧，某些技术的发展可能会因资金不足而暂时受到限制。但创新的理念并未消失，这一现象对经济增长的拖累也未必是长期性的。

1987年，索洛曾说过一句十分著名的话：“我们处处可见计算机时代的印记，除了在统计数据中。”此话也许有一定道理，但我们应该考虑到，在一个技术高速发展的时代，统计数据很难精确地反映新商品带来的福利改善。这样的例子比比皆是。在发达经济体中，娱乐的种种可能性呈指数级增长，消费者指尖一触，即可享受音乐、电影、电视等各种娱乐项目，这在25年前是完全无法想象的。在医疗领域，低价的他汀类药物、布洛芬和其他疗效神奇的药品被大力推广，促进了医疗保健方面的巨大进步。虽然人们习惯对社交媒体保持嘲讽的态度，但事实是交流和沟通给人类带来了巨大的价值，而GDP（国内生产总值）统计数据确实无法衡量这些创新给我们带来的消费者剩余。Skype及其他远程电话技术的创新使得远在他乡的祖母可以与儿孙面对面交谈。交通网络等方面的突破性技术（如优步）使我们可以大规模地提高现有资本的生产效率。确实，技术也带来了负面的影响，比如环境的恶化，这些问题削弱了福利的增加，但总体来说，GDP的统计数据低估了实际的增长，尤其是当度量时段较长的时候，这种低估的问题尤为明显。虽然目前很多论战中有人鼓吹中产阶层购买力的下降，但也许未来我们会发明更先进的统计度量工具，届时我们将看到我们的时代其实是一个中产阶层消费高速增长的时代。

总而言之，债务超级周期模型和长期停滞模型对目前全球经济的各种现象会给出两种截然不同的解释，但是我认为，相比于债务超级周期模型，长期停滞模型的主观性更强、证据更少。债务超级周期模型与几百年来历次金融危机的数据相吻合，而长期停滞模型则并未抓住过去全球经济危机的核心。人口增长率的放缓不能解释房地产价格泡沫的迅速增长和崩溃。

低利率掩饰了升高的信贷表面

现在我们来讨论实际利率极低的现状。长期停滞论的支持者常常将低利率现象作为支持其学说的证据。他们认为，只有长期需求不足才可能导致全球实际利率长期偏低的现状。全球实际利率长期下降的原因确实值得研究，但导致这一现象的原因很多。首先，我们确实无法观测到经济体的实际利率水平。要想做到这一点，我们首先必须采用一个以效用为基础的价格指数，而在商品种类高速变化、对商品的消费方式也高速变化的环境中，这样的指数是很难构建的。我推测，真正的实际利率比我们想象的高很多，或许这一偏差可能比通常大很多。因此，实际的通胀率可能比央行测算的通胀率更低（而各国央行还在极力提高通胀率）。

更重要的是，目前严厉的监管环境极大地限制了风险较高和规模较小的借款人获得信贷的能力。因此，较低的主权债券收益并不一定能反映出世界经济所面临的更宽泛的信贷表面的真实情况。[注]不管是偶然还是由于政策设计的原因，目前银行业和金融市场的监管政策都强烈倾向于低风险的借款人（如政府及现金充裕的企业），而本可以让利率上升的其他潜在高风险借款人被排挤在体系之外。很多借款人面临极高的抵押要求。抬高信贷表面的主要原因可能是金融危机后全球经济增速的放缓及潜在风险问题，但政策显然也扮演了重要的角色。很多国家的政府，尤其是欧洲国家的政府，强迫基金、银行、保险公司购买国债。这种形式的金融压抑实际上不仅有效地对中产阶层储蓄者和退休人员进行了征税（因为他们的储蓄只能获得很低的回报率），也伤害了潜在借款人（特别是中产阶层消费者和小型企业）的利益。如果政府不曾要求这些机构过度持有国债，这些机构本可以在更广泛的范围内获得融资。

显然，主要发达国家央行资产负债表的大规模扩张也对国际利率产生了很大的影响。但我认为这一因素的重要性不及上面讨论过的其他因素（虽然大部分市场参与者可能持相反的观点）。此外，全球范围内发

达国家经济体采取的量化宽松措施和新兴市场经济体采取的冲销干预措施显然也对缓和市场波动产生了巨大的影响，从而压低了利率。

目前我们看到，全球各股票指数纷纷达到新的高位，这一现象对长期停滞学说显然是一个挑战。除非我们相信利润份额将进一步大幅提升，否则这一现象无法用长期停滞理论解释。对于股票和债券的脱节现象，我个人认为不存在单一的简单解释（实际上我在上文中已经列出了多种解释）。我的同事罗伯特·巴罗在他的论文中提出了一个重要的观点。巴罗指出，在经典的均衡宏观经济模型（巴罗所采用的不是凯恩斯模型，但这些结论对凯恩斯模型也同样适用）中，市场对尾部风险认知的微小变化就能导致以下两种现象的并存：一是显著降低的实际无风险利率，二是更高的股权溢价。我的另一位同事马丁·韦茨曼，通过截然不同的研究方法得出了和巴罗类似的结论，韦茨曼研究的主要内容是人们如何对极端事件的风险进行贝叶斯评估。

实际上，不难相信，在国际金融危机之后，普通国际投资者改变了对各种尾部风险的全面评估。新兴市场经济体的投资者们正在国际投资中扮演越来越重要的角色，这一事实也会提升投资者整体的风险认知，因为新兴市场的投资者所处环境的风险比发达经济体的风险更高。在此，因为时间所限，我无法详述上述论点的细节，但近年来我已多次在各种政策论文[注]中讨论过这一观点，我和卡门·莱因哈特及文森特·莱因哈特近期的合作论文[注]也对这一观点进行了详细的分析。当然，尾部风险的上升一开始会导致资产价格的下降（这正是金融危机中发生的情况），但在这一阶段之后，投资回报率应有所上升，来对尾部风险的提高进行补偿。总体来说，尾部风险上升论有很强的说服力，虽然央行的大规模干预行动有时会将市场波动的效应掩盖住。

那么，在政策启发方面，债务超级周期模型和长期停滞模型会给出怎样不同的建议呢？当政府投资能在生产力和效率上提高未来经济增速时，上述两种模型给出的建议差别不大。当实际利率低，大量建筑工人

处于失业和就业不足状态时，好的基础建设项目应该能够提供比平常更高的回报率。

但是，有些人认为，在低利率的环境下，即使很平庸的工程也值得投资，这一观点的说服力不足。鼓吹借贷基本上等同于免费的论调是十分肤浅和危险的。虽然巴罗和韦茨曼指出，低利率源自投资者对尾部风险的恐惧，但我们应该同时考虑到，政府也同样面临着这些风险，尤其是目前经济体整体负债水平和养老金债务都处在历史高位的情况下。奥布斯特费尔德中肯地指出，那些金融板块规模大的国家尤其需要保持充分的风险缓冲，否则政府将面临和私有板块一样的问题，即借贷变得极为昂贵。[注]从另一个角度来说，如果我们相信低利率现象虚假地描述了更广范围内的信贷表面的情况（如吉纳科普洛斯所言），那我们又需要担心另一个问题：大量政府债务是否会导致政治经济政策长期倾向于帮助政府进行债务融资，而让小型企业和中产阶层融资变得更加困难？

与长期停滞不同，债务超级周期并不会永远持续。随着经济的复苏，抵押物的价值也将回升，最终经济体会进入杠杆周期中一个新的上升阶段。假以时日，金融创新会再次突破严格管制的限制，于是，实际利率会上升，而经济体面临的总体信贷表面将变得更平缓和松弛。

各种互不相关的议题

在本文的最后，请允许我简单涉及一些进一步的议题。首先，很不幸，关于政府规模的辩论中，关于政府应如何更有效地提供服务的讨论远远不足。支持扩大政府规模的一方应同时讨论如何提高政府效率，这样才能加强自己论点的说服力。例如教育就可以成为一个重要的切入点。其次，发达经济体中的贫富不均现象肯定是一个重要的问题，我相信它是全球储蓄率上升的成因之一。政府应该利用税收政策解决上述长期趋势，比如可以对城市土地提高税收，因为城市土地是财富分配不均

问题的根源之一。但令我不解的是，很多声称要从公平角度研究贫富不均问题的学者对这个世界的中上阶层（发达经济体的中产阶层）给予了过度的关注，却似乎并不太关心整个世界的中产阶层。在世界福利体系中，难道一位中国工人不应该与一位法国工人占有相同的权重吗？如果肯定这样的前提，那么过去30年来，世界的贫富差距发生了历史性的缩小[注]，而完全不像某些人所鼓吹的那样发生了增大。不管从什么角度看，上述问题都是非常重要的，但我们不应该把这些问题与长期的人均产出趋势混为一谈。

结论

认为世界经济正处于一个债务超级周期的假说不管在理论上还是实证上都很有说服力。而长期停滞论的证据则显得较为薄弱。预测长期经济增长趋势永远是一项艰难的任务，虽然我们面临很多因素的干扰，但至少目前看来，未来20年技术高速进步的概率不会比技术发展突然减速的概率要小。

我想再次指出，目前看来，美国已经接近去杠杆化周期的尾声，欧洲的去杠杆化周期还远未结束。中国可能正进入杠杆周期的下行阶段。虽然有很多错综复杂的因素需要考虑，但我相信我们已经在一个以严重金融危机为标志的债务超级周期中存活了下来。目前，从政策分析的角度看，与其相信我们正处于长期需求短缺造成的长期停滞中，不如用债务超级周期模型更具建设性地看待问题。[注]

---

1. . Stephanie Lo and Kenneth Rogoff, “Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On,” BIS Working Paper 482, Bank for International Settlements, January 2015, http://www.bis.org/publ/ work482.htm.
2. . Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff,*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

3. .参见John Geanakoplos, “Leverage, Default, and Forgiveness: Lessons of the American and European Crises,”*Journal of Macroeconomics* 39, pt. B (March 2014): 313–333。
4. . Carmen M. Reinhart, Vincent Reinhart, and Kenneth Rogoff, “Dealing with Debt,”*Journal of International Economics* 96, Suppl. 1 (2015): S43–S55, http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199614001214.
5. . Geanakoplos, “Leverage, Default, and Forgiveness.”
6. . Kenneth Rogoff, “The Stock-Bond Disconnect,” Project Syndicate, March 9, 2015, http://www.project-syndicate.org/commentary/equity-low-interest-rates- by-kenneth-rogoff-2015-03.
7. . Reinhart, Reinhart, and Rogoff, “Dealing with Debt.”
8. . Maurice Obstfeld, “On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability,” faculty paper, Department of Economics, University of California, Berkeley, June 14, 2013, http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/ fiscalfoundations.pdf.
9. . Kenneth Rogoff, “Where Is the Inequality Problem?,” Project Syndicate, May 8, 2014, http://www.project-syndicate.org/commentary/kenneth-rogoff-says- that-thomas-piketty-is-right-about-rich-countries--but-wrong-about-the-world.
10. . Lo and Rogoff, “Secular Stagnation.”

3
17个月后，反思长期停滞

劳伦斯·H. 萨默斯 美国财政部前部长

首先，我要向奥利维尔·布兰查德和IMF致谢，感谢他们组织本次会议，感谢他们提供开放的对话机会，让我们可以在如此广泛的领域内讨论各种宏观经济假说。在本文中，我想讨论以下三件事：首先，我想阐述一下为何我认为长期停滞的风险是整个发达国家世界面临的一个重要问题。其次，我想把长期停滞假说与另外两种我认为重叠性很高的假说进行比较——一是肯尼斯·罗格夫提出的债务超级周期说，二是本·伯南克提出的过度储蓄说。我将解释为什么我认为上述两种假说虽然存在一些细微的区别，但本质上非常类似。而我个人更支持长期停滞假说。最后，我想对未来10年该理论的政策启示进行一些反思。

17个月前，在奥利维尔组织的另一次会议上，我首次提出了长期停滞的可能性。[注]那么在这17个月中，发生了哪些事情呢？美国的量化宽松政策已经结束，美国的利率发生了急剧下降。日本的量化宽松政策仍在继续，日本的利率发生了急剧下降。欧洲是量化宽松政策开始的地方，欧洲的利率也发生了急剧下降。指数债券的收益率长时间以来一直处于非常低的水平，经济增速缓慢，对未来经济增长的预测普遍被显著下调（参见表3–1和图3–1）。

表3–1 2015年4月和2013年11月的10年期利率（关于长期停滞的首次IMF演讲）

利率	美国		日本		德国		英国	
	2013年11月8日	现在	2013年11月8日	现在	2013年11月8日	现在	2013年11月8日	现在
名义利率	2.80	2.01	0.59	0.34	1.76	0.16	2.77	1.59
实际利率	0.63	0.20	–0.37	–0.74	0.22	–1.23	–0.47	–1.12
通胀率	2.17	1.82	0.96	1.08	1.53	1.39	3.24	2.71

资料来源：Bloomberg；Gürykaynak，Sack，and Wright（2006，2008）。

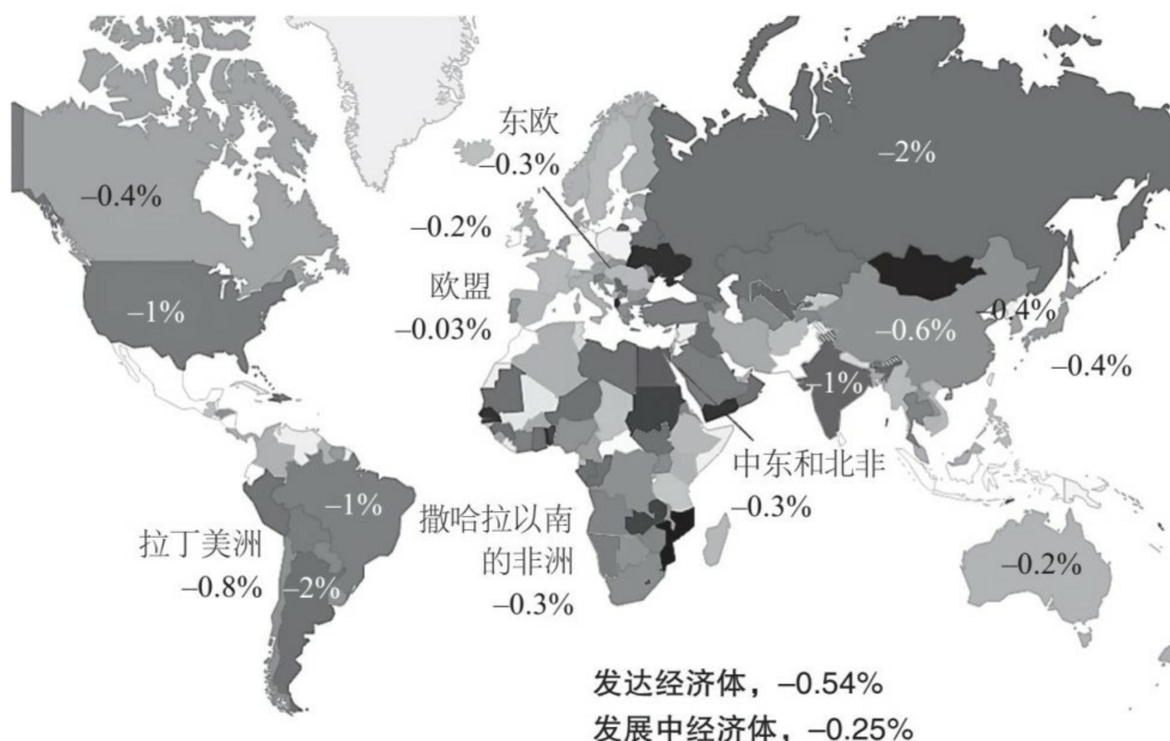


图3–1 自2013年10月以来中期GDP预测的变化，5年期效应

资料来源：IMF，World Economic Outlook，October 2013 and April 2015。

到2020—2025年，显然本次金融危机的余波应该已经完全结束。但是，2020—2025年的实际远期利率如表3–2所示，日本和欧元区的远期利率为负，美国的远期利率勉强为正。所谓5年期指数债券收益率要么为负，要么勉强为正。未来10年内，所有G7国家的市场预计通胀率都无法达到2%的目标。

表3–2 2020—2025年实际利率（%）

美国	0.28
日本	–0.14
欧元	–0.88

由此可见，虽然时间又过了一年半，经济危机离我们更远了，市场价格却都在走向一个奇怪的方向。只有当市场预期储蓄长期超过投资需要的时候，才会出现这样的走向（参见表3–3）。

表3–3 10年损益平衡通胀率（%）

加拿大	1.79
法国	1.42
德国	1.39
意大利	1.26
日本	1.08
瑞典	1.45
英国*	1.81
美国	1.82

现在，肯尼斯·罗格夫提出了债务超级周期假说。他认为目前世界经济的问题只是暂时性的过度借贷造成的。[注]我认为区别债务超级周期理论和长期停滞理论的一个最好的方法就是看看市场的表现。债务超级周期理论无法很好地解释目前极低的实际利率水平，它也同样无法解释为什么实际利率一直稳步下降。实际上，不管我们通过通货膨胀保值债券（TIF）计算的美国利率（参见图3–2），还是看IMF所测算的全球利率，或者用任何你能想到的方法来测算利率（例如图3–3），实际利率在过去15年内都呈现稳步下降的趋势。事实上，在上次金融危机结束后

的2003年，实际利率早已达到了相当低的水平。



图3–2 实际工资持续下降。美国通货膨胀保值债券10年期实际收益率

资料来源：Bloomberg。



图3–3 世界其他各国的利率

注：按购买力平价核算GDP。
资料来源：Bloomberg，IMF。

例如，从图3–2和图3–3中可以看到美国通货膨胀保值债券利率和世界实际利率的平均水平。如果只看2007年金融危机爆发之前的趋势，并将上述趋势线性外推到现在，那么得到的结果和实际情况相差并不会很大。而债务超级周期理论声称，现在世界经济的所有问题和特点都是本次危机的一些后遗症造成的。如果上述说法成立，那么我们目前的低利率应该与2007年危机爆发前的所有情况无关。也就是说，我们不可能通过危机前的数据推测出现在的利率情况，而实际情况却是目前的低利率只是在继续危机发生前的利率下降趋势而已。

肯尼斯·罗格夫声称，对于目前的低利率现象，他能够提出其他的假说。他认为低利率现象是世界风险水平的全面上升造成的。如果投资者对风险的认知全面上升，我们确实可以预见实际利率会随之下降，在这一点上我同意罗格夫的说法。但是，在上述情况下我们还应该看到资

产价值随之下降，而不是上升，因为正是这些资产的风险上升了，所以它们的价值当然应该下降。同时，在期权市场上，我们还应该观测到隐含波动率的显著上升。价外状态的看跌期权价格应该急剧上涨。但是，目前市场上发生的情况与上述预测截然相反。如果你想购买道指跌破12 000点就会使你受益的保险，那么现在购买这样的保险比一年前、两年前或者四年前便宜许多。根据市场对风险的定价，似乎市场的风险是下降了，而不是上升了。在我看来，目前的数据说明，市场预期低利率将持续相当长的时间，也就是我们所说的长期停滞。如果要用罗格夫的理论解释这一现象，只能说他的债务超级周期非常长，而在这样的情况下，债务超级周期理论和长期停滞理论并无明显区别。

按照债务超级周期理论，目前国际经济的困境只是由暂时性的债务过度造成的，而这种情况将会在未来三年内基本消失。那么，现在究竟是什么因素在阻碍国际经济的发展？企业的资产负债表看起来十分健康。伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）和其他收益率之间的利率差很小。偿债备付率低得简直不正常。不管对方认为哪些指标最能反映经济危机后的复苏程度，这些指标都已经大幅好转。然而我们却看到，利率几乎为零，2016年美国经济的增速很难超过2%。没有任何证据让我相信，三年后上述情况会有明显好转。

因此，我提出以下观点。首先，目前的低利率只是在继续2007年之前就已经开始的利率下降趋势，而并非处在一个特殊位置。其次，没有任何合理的理论能指出目前暂时阻碍国际经济发展（而不久后将会被消除）的负面因素到底是什么。再次，所谓的债务过度问题本身也应该是内源性的。为什么在2005年左右我们的信贷标准放宽到了危险的地步？为什么当时的利率处于一个对泡沫推波助澜的水平上？因为当时只有采取这些措施才能维持需求的水平，才能保持经济的正常增速。因此，我认为，即使债务过度的问题确实存在，它也只是长期停滞或过度储蓄问题损害经济体的一种机制和渠道而已。债务过度并不是区别于长期停滞理论的另一种独立假说。

那么，我对本·伯南克的过度储蓄理论又有什么看法呢？[注]我认为目前存在储蓄长期超过投资的现象（即长期停滞现象），而伯南克认为目前存在储蓄过剩现象。这两种说法之所以听起来十分相似，是因为它们在本质上确实如此。根据我的理解，在两个问题上我和本·伯南克的看法有所不同。关于我和伯南克的第一处分歧，我认为他的观点很有道理，也愿意根据他的观点修正我的看法。第一处分歧主要关于在讨论长期停滞问题的时候应将经济体的开放度列入考虑。我非常同意国际范围内的储蓄量结构性上升会导致我上文所描述的低利率现象。如果我现在有机会重新在2015年及2013年的IMF会议上发言，我将会更加强调储蓄量（相对投资）增加带来的全球效应。但是上述两次发言的基本内容并没有改变：储蓄量的上升导致了利率的下降，而利率下降又导致了需求的下降。

在一篇即将发表的论文中，我与高蒂·埃格特松、尼尔·梅赫罗特拉及桑贾伊·辛格合作，共同研究了长期停滞的开放型经济体效应。我们的研究表明，只要世界的实际利率低于零，长期停滞现象就可以在全球范围内长时间存在。[注]在这样的情况下，国内投资机会吸引力较高（但对外部资本有壁垒）的国家对国外投资将保持警惕的态度，因为外国资本的流入会导致国内利率降至零以下，从而进一步加剧国内的长期停滞问题。另一方面，一个深陷长期停滞的国家可以通过将停滞效应扩散至贸易伙伴来改善本国的情况。简单说来，长期停滞是一种传染性疾病。

我认为，为了更好地理解世界经济形势，美国的经济决策者必须理解一个非常重要的现象，那就是欧洲实际上确实正在输出其长期停滞问题，日本在一定程度上也在这么做。欧洲和日本输出长期停滞的方式是设定非常低的均衡利率，导致资本外流，然后造成货币贬值。这样做的结果是使得世界性的需求转向欧洲和日本，从而抢走了本应该流向美国的需求。

10年前，伯南克刚刚开始谈论他的储蓄过剩理论。[注]当时存在一种

严重而合理的顾虑，那就是有些国家采取重商主义政策要么是为了保持较大的贸易顺差，以此取得经济发展方面的优势，或者是为了建立巨大的外汇储备，从而避免与IMF打交道的麻烦。这会导致大量的资本输出。如今这一趋势已不复存在，只有德国还在保持这样的政策。实际上，新兴市场经济体纷纷遇上了不小的麻烦，5年前我们认为今天巴西、俄罗斯、中国以及南亚各国的环境应该能够吸引到大量的资本，实际上如今这些国家的环境对资本并没有那么大的吸引力。印度对资本的吸引力也无法抵消它的劣势，因此我们看到资本输出的趋势正在转向新兴市场经济体。

因此，世界各国都在将它们的储蓄输向工业化国家，而所有其他工业化国家又都在将它们的储蓄输向美国。这是所谓储蓄过剩问题的重要方面，也是造成长期停滞现象的重要原因。

我和伯南克的另一处分歧是，伯南克认为储蓄过剩是一个相对短暂的现象，并且最终将被修复。也许从人类历史长河的角度看确实如此，但我认为如果我们认真审视市场对低利率现象持续时间的预期，那么伯南克的上述说法并不十分准确。如果我们看看IMF的预测，会发现中期经济增长预期被一再调低，这说明我们正面临一个长期的严重问题，而完全看不出我们正处在复苏和康复的过程中。因此，我个人认为，就中期政策时段而言（因为我无法对2040年或2050年的情况做出有用的判断），最大的挑战是如何创造高产出的投资机会来吸收过剩的储蓄，这将是未来宏观经济政策的重中之重。

那么，这一观点的政策启发是什么呢？第一，促进生产的投资政策是目前的最大重点。促进生产的投资政策可以同时提高供给和需求。当一个国家的政府在国内推行促进生产的投资政策时，本国货币会随之升值，因此会产生正面的国际外溢效应。这是一个价值观的问题，我们需要考虑促进投资的政策应在多大程度上依靠公共投资，多大程度上靠引入激励机制，多大程度上靠消除私人投资的壁垒。但抛开这些细节问题

不谈，一旦我们接受了对经济形势的上述诊断，最直接的反应就是专注于促进投资政策的推广。对于美国而言，这样的政策十分合适，因为目前联邦基础设施的净投资为零，增加对基础设施的投资在目前的环境下很有吸引力。此外，解放和刺激私营板块的能源投资以及公司税制的改革都是美国现阶段很有说服力的政策方向。对于不同的国家而言，政策的细节可能有这样那样的差别，但我们应该认识到目前对经济问题最简单最清楚的政策反应是推行促进投资的政策。

第二，我们来讨论货币政策方面。我认为过度强调货币政策的外源性是一个错误。关于这一点，本·伯南克在他的博客中解释得非常清楚，我也非常同意他的观点。如果货币政策的目的是调节经济，以达到充分就业状态，那么央行设定的实际利率就会反映能决定均衡实际利率的大量结构性因素的变化。[注]有一种观点认为，如果均衡实际利率必须保持在非常低的水平，那么货币政策所能做的就是决定如何将利率保持在很低的水平，央行可以通过事先承诺、调整通胀目标、量化宽松等政策工具达到上述目标。我对这一观点感到非常担忧。我之所以感到担忧，并非因为我认为在财政政策不活跃的情况下央行应该什么都不做，而是因为我认为推行负利率会伴随十分严重的风险。当利率显著低于经济增长率时，就存在金融不稳定的风险以及产生泡沫的风险，而且这样的货币政策可能产生国际外溢效应，带来全球性的风险。有些人顾虑，公共部门的基础设施建设质量差，还会伴随低效率的问题，因此他们认为这样的投资政策不应该提倡。我可以理解这样的担忧，但我却不明白人们为何不担心这样的问题：对于有些项目，私营企业在目前的零利率环境下不会投资，但在利率降低至–1%的环境下却可能会选择投资，难道这样的项目会是高质量、有价值的吗？此外，我也担心极低利率会催生对金融工程的过度热情。

总的来说，我认为不管我们如何描述目前的经济状况，说是储蓄过剩也好，债务超级周期也好，长期停滞也好，哪怕我们将其称作“一只叫唤的鸭子”，问题的重点始终没有改变。我们必须认识到，未来10年

内解决全球经济问题的重点是创造合理的投资机会来吸收过剩的储蓄。政策的第一要务不是金融工程（不管在政府板块中还是私有板块中），而是齐心协力创造一切可能，让全球范围内生产力最高的项目能获得投资。

参考文献

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Jonathan H. Wright. 2006. “The U.S. Treasury Yield Curve: 1961 to the Present,”Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series 2006-28, 2006. http://www.federalreserve.gov/pubs/ feds/2006/200628/200628abs.html.

Gürkaynak, Refet S., Brian Sack, and Jonathan H. Wright. 2008. “The TIPS Yield Curve and Inflation Compensation,”Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series 2008-05, 2008. http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200805/200805abs.html.

---

1. . Lawrence H. Summers, “IMF Fourteenth Annual Conference in Honor of Stan Fischer,” May 2015, http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annualresearch- conference-in-honor-of-stanley-fischer.
2. . Kenneth Rogoff, “Debt Supercycle, Not Secular Stagnation,”*VoxEU*, Centre for Economic Policy Research, April 22, 2015, http://www.voxeu.org/article/ debt-supercycle-not-secular-stagnation.
3. .伯南克最近对长期停滞假说的博客文章请参见BenS.Bernanke,“Why Are Interest Rates So Low, Part 2:Secular Stagnation” (blog post,*Ben Bernanke’s Blog*, March 31, 2015, http://www.brookings.edu/blogs/ ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation)。而我对上述文章的回应请参见“On Secular Stagnation: A Response to Bernanke” (http://larrysummers.com/ 2015/04/01/on-secular- stagnation-a-response-to-bernanke) 。
4. . Gauti B. Eggertsson, Neil Mehrotra, Sanjay Singh, and Lawrence H. Summers, “A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation,” forthcoming, 2015. For a prepublication pdf, see https://www.imf.org/external/ np/seminars/eng/2015/secularstag/pdf/Eggertsson_pres.pdf.

5. . Ben S. Bernanke, “The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit,” remarks by Governor Ben S. Bernanke before the Virginia Association of Economists, the Sandridge Lecture, March 10, 2005, http://www.federalreserve.gov/ boarddocs/speeches/2005/200503102.
6. . Ben S. Bernanke, “Why Are Interest Rates So Low?,” blog post,*Ben Bernanke’s Blog*, March 30, 2015, http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/ posts/2015/03/30-why-interest-rates-so-low.

系统性风险与金融监管

4
关于系统性风险与金融监管部分的记录

保罗·A. 沃尔克 美联储前主席

这部分主要讨论宏观审慎监管政策所面临的挑战，三位作者中两位是著名学者，还有一位曾是著名的央行行长和金融高管，他们对宏观审慎监管政策的观点具有一定的相似性。

本部分的讨论突出了若干主题，其中一个主题多次出现，却是我们未曾预料到的，即对商业银行实施严格的资本金要求的重要性。从更广泛的意义上来说，该主题实际上反映了对整个金融系统过度杠杆化的担忧。

在这样的大前提下，各位作者的研究分析也展示出明显的区别。其中一位作者认为，因为很难确认资本的现有或潜在风险来源，过度依赖以风险为基础的资本度量工具是危险的。作者对或有资本工具（即在压力时期会被强制转化的资本工具）的有效性进行了讨论，此外讨论还涉及各种情况下压力测试可能产生的效果。

更根本的分歧是，对商业银行的严格监管是否会导致其他金融机构从事更多监管框架以外的期限转换和信用转换业务。上述担忧主要针对美国市场，因为美国市场的影子银行系统更为发达。

作为这一讨论部分的主席，我忍不住想要表达自己的观点。几年前，我曾坚定地相信，如果强健的银行系统必须靠官方监管才能实现，那么其他金融机构和市场可以只受到宽松的监管，应该允许其他金融机

构和市场在危机中破产和波动。如今，我已不再持有上述观点，因为在美国，非银行金融机构所涉及的资金总额已超过了商业银行，而且非银行金融机构常常具有比银行更高的杠杆化程度。

最后，我们还讨论了改变金融机构风气的重要性，金融机构应该从以构建客户关系为重点，转向以强调短期绩效和进行客观交易为重点。我们对这方面抱有一定程度的希望，我们相信合理的金融监管能够推动这种新文化的传播。本部分的讨论在这种微弱的希望和乐观的气氛中结束。

5
对美国、欧洲及亚洲的金融板块健康状况的比较分析

维拉尔·V. 阿查亚 纽约大学经济学教授

本文将使用新的方法来估计大量压力下金融机构将面临的资本短缺量。这样做的目的是评估2007年以后美国、欧洲以及亚洲的金融板块健康状况的变化。在美国和欧洲，金融板块的资本缺口在2008年年末和2009年年初达到最高峰，此后美国金融板块的资本缺口稳步下降，而欧洲则受到南欧边缘国家债务危机的影响，于2011年秋天再次迎来资本缺口的高峰。与欧美的情况不同，亚洲国家的金融板块在2008—2009年并未面临很大的资本缺口，但资本不足的现象却在2010年后稳步增加，在中国这一情况表现得尤为明显。美国、欧洲、亚洲各国的哪些不同情况造成了上述区别呢？金融危机后，美国采取了各种管理措施来提高金融板块的资本化程度，而欧洲政府在制定政策的时候，却没有对金融板块资产重组的问题给予足够的重视，中国在危机后采取了以银行杠杆为基础的财政刺激政策，正是这些政策方面的不同造成了今天美国、欧洲、中国的不同情况。

本文主要研究金融系统在危机中的预期资本短缺量这一指标，这一指标有较好的理论基础，用于度量金融机构对系统性风险的贡献。我们主要使用公开市场数据和资产负债表数据来度量上述指标。通过这样的方法，我们可以对美国、欧洲、亚洲各国2007年年初以来金融板块的健康程度进行比较研究，研究的重点是上述三个地区政策方面的相似点和不同点。

我之所以选择资本充足率作为度量系统性风险的指标，是因为金融板块的资本不足会造成金融中介服务效率的缺失及资源的不合理分配，从而导致严重的经济产出损失。尤其是当金融板块在很大程度上靠脆弱的短期债务类资本融资时（或者没有足够的股权资本支持时），一旦长期资产受到外界冲击，金融企业将出现大规模的失灵现象。在这样的情况下，任何一家金融企业都无法在不付出巨大代价的情况下降低杠杆和风险，因为所有其他金融企业也在同一时间试图达成同样的目标。因为在危机状况下降低杠杆程度和减少风险会对金融企业的所有人产生巨大的成本，因此金融企业会推迟上述行为，在资本不足的情况下继续经营，在这种情况下，金融企业将无法有效地向个人和企业提供金融中介服务，同时会热衷于采取高风险的策略来试图翻盘（这种行为称为“复活赌博”），这样的行为会进一步加大未来危机发生的概率。一旦未来危机再次发展，支付结算服务将受到全面的影响，从而导致经济体贸易和经济增长的瘫痪。在20世纪30年代美国大萧条中发生过这样的情况，2008年秋天全球金融危机期间也发生过这样的情况。

大量实证研究证实，金融板块资本不足会导致经济资源的不合理分配现象。2007—2009年金融危机之后欧洲国家的情况再次印证了这一规律。由于缺乏金融板块重新资本化的措施，欧洲各银行的资产负债表长时间得不到清理，这两个因素共同造成了该区域的信贷资源长时间无法有效分配。波波夫和范奥伦在2013年的研究中指出，在联合贷款方面，欧洲各银行的康复速度慢于世界其他银行。阿查亚和斯特芬在2015年的研究显示，资本不足的欧洲银行靠短期融资来购买南欧边缘国家风险很高的政府债券，这一高风险“套利交易”策略不仅没有帮助银行翻盘，还导致了2011年秋天那场国家债券和银行业的共同危机。

鉴于金融板块资本不足造成了上述巨大的负面影响，我们很自然地想到应该把金融板块的预期资本短缺量这一指标单独拿出来，作为度量系统性风险和金融危机中系统脆弱性的指标。本文第一部分将介绍我们采用的度量指标：SRISK，这一指标是根据以下研究文献确定的：阿查

亚、彼得森、菲利蓬和理查森2010年合作的三篇论文，以及阿查亚、恩格尔和理查森2012年合作的论文。本文第二部分将利用SRISK指标作为度量系统性风险的标尺，对2007年以来全球金融板块的健康程度进行评估。本文第三部分将讨论美国、欧洲、亚洲各方面情况的差别，讨论的重点仍是2007年后金融板块健康程度的演进。

1.SRISK——度量金融板块健康程度的指标

阿查亚2009年的论文以及阿查亚、彼得森、菲利蓬和理查森2010年合作的三篇论文指出，在描述系统性风险的时候，我们应考虑单个企业对系统性市场失灵所起的作用。我们可以这样直观地考虑：当资本总量短缺严重的时候，其他金融机构根本无法加入救灾的行列。因此金融危机会造成金融中介服务的全面崩溃，这是金融危机对整个经济体产生严重负面影响（如信用恐慌、资产贱卖等）的机理。

阿查亚、恩格尔和理查森2012年合作的论文将上述直观解释理论化了。在这篇论文中，他们提出了SRISK指标，这是一种将金融企业对整体系统性风险的贡献量化的指标。SRISK指标度量的是在金融危机的情况下，金融企业的预期资本短缺量。具体来说，金融企业i在时间t的SRISK指标被定义为：如果再次发生金融危机，该企业正常运行所需追加的额外资本（给定$t-1$时刻的信息），而正常运行意味着不发生债权人挤兑事件。我们可以用以下公式表示SRISK指标的定义：

$$SRISK_{i,t} = E_{t-1}(Capital\ Shortfall_i \mid Crisis) \quad (1)$$

其中，*Capital Shortfall*即资本短缺量，Crisis即危机。要计算SRISK，我们首先必须计算如果再次发生金融危机，股东将面临多大的损失。为此，我们允许个体金融企业的股本回报率的波动随时间变化，并且允许个体金融企业的股本回报率和国际市场回报率的相关性随时间

变化。同时，我们假设上述两种回报率呈条件（比如每天）多元正态分布。在这样的前提下，我们对未来6个月的情况进行多次模拟。只要在未来6个月任一时间点上，指数下降40%或以上（这一参数的选择说明我们试图描述的是20世纪30年代大萧条和2007—2009年国际金融危机这种层次的大型市场瘫痪事件），我们就认为发生了一次金融危机。一旦确定发生金融危机，我们会从上文所假设的联合分布中抽取企业的股本回报率。在危机状况下，企业i的预期股本价值损失被称为长期边际预期短缺量，表示为LRMES。LRMES实际上就是各种危机情形下企业股本回报的平均值。

我们可以认为企业债务的账面价值在6个月的时段内保持相对不变，而企业的股本价值会下降，下降幅度为LRMES。有了这样的认识，我们就可以直接计算出企业的资本短缺量。假设审慎的资本比率为k（对于美国，我们将k值定为8%，而对欧洲，我们将k值定为5.5%。这一区别是为了调整欧洲IFRS会计准则和美国GAAP会计准则在处理衍生品方面的区别）。在这样的情况下，我们可以用如下公式来表示企业i在时间t的SRISK指标：

$$SRISK_{i,t} = E_{t-1}\left(\left(k\left(Debt + Equity\right) - Equity\right)|Crisis\right)$$
$$= k\left(Debt_{i,t} - (1-k)(1-LRMES_{i,t})\,Equity_{i,t}\right), \qquad (2)$$

其中，$Equity_{i,\ t}$是目前企业股份的市场价值，$Debt_{i,\ t}$是目前企业非股票类债务的账面价值，$LRMES_{i,\ t}$是根据目前现有信息估计出的企业股本回报长期边际预期短缺量。用这个指标来度量预期资本短缺量抓住了影响系统性风险的很多重要因素，比如企业规模和杠杆程度。这些因素一般会在金融板块出现全面损失的情况下增加企业的资本短缺量。此外，企业的预期资本短缺量还向我们提供了另一个重要信息，即在危机中企业资产与整体市场的联动作用。

SRISK的计算公式十分简单，因此我们可以通过公式中各部分（企

业股份的市场价值，企业非股票类债务的账面价值，以及企业股本回报长期边际预期短缺量LRMES）的变化来理解SRISK指标随时间变化的原因：

$$\Delta SRISK_i = SRISK_{i,t} - SRISK_{i,t-1}$$
$$= \Delta Debt_i + \Delta Equity_i + \Delta Risk_i \quad (3)$$

其中，$\Delta Debt_i = k\,(Debt_{i,t} - Debt_{i,t-1})$，

$$\Delta Equity_i = -(1-k)(Equity_{i,t} - Equity_{i,t-1})$$

且，$\Delta Risk_i = (1-k)(LRMES_{i,t} Equity_{i,t} - LRMES_{i,t-1} Equity_{i,t-1})$，

在上述公式中，Debt，Equity和Risk三个变量都是在时间段t–1到t上度量的。我们将这一信息和公式（2）中SRISK指标的权重相结合，就可以解释SRISK指标从时间t–1到时间t的变化。

2.利用SRISK指标评估国际金融板块的健康程度

为了利用SRISK指标比较不同国家和地区的风险程度，纽约大学斯特恩商学院波动率实验室（VLAB）搜集了所有公司规模处于全国前10%，并且有活跃的普通股份交易的上市公司的数据（关于各年份样本规模的分布，请参见本章附录）。

为了研究公司的资本短缺量，我们找出了SRISK指标为正数的公司。对于每一个国家或地区，我们把指定年份中该国家或地区的所有正数SRISK指标汇总起来，得到该国家和地区的总体SRISK指标。在接下来的讨论中，所有“目前”或“现在”等词汇所指的时间点均为2014年10月10日。

图5–1至图5–6，以及表5–1总结了我们对三个区域（美国、欧洲、

亚洲，亚洲的重点在中国）总体SRISK指标的研究结果。

1.图5–1描述的是三个区域及中国的总体SRISK指标（根据GDP规模进行过标准化缩放）变化趋势。这是本文最重要的一张图。

从图中可以看出，美国的系统性风险在2008年秋天到2009年年初达到了顶峰，此时金融板块的预期资本短缺量约占GDP的8%（超过1万亿美元）。资本短缺量的规模和雷曼兄弟公司破产后联邦对金融板块提供的资本注入以及其他扶持（包括不良资产救助计划、联邦存款保险公司担保以及联邦储备流动性提供计划）的规模大致相当。2009年春天之后，美国的系统性风险逐步稳定下降，目前系统性风险（约占GDP的2%）已经降至2007年1月的水平。在这一时段中，唯一的例外发生于2011年8月，当时美国的系统性风险再次上升，这是受当时美国国内债务上限政治危机，以及欧元区国家债务及金融板块危机的影响所致。

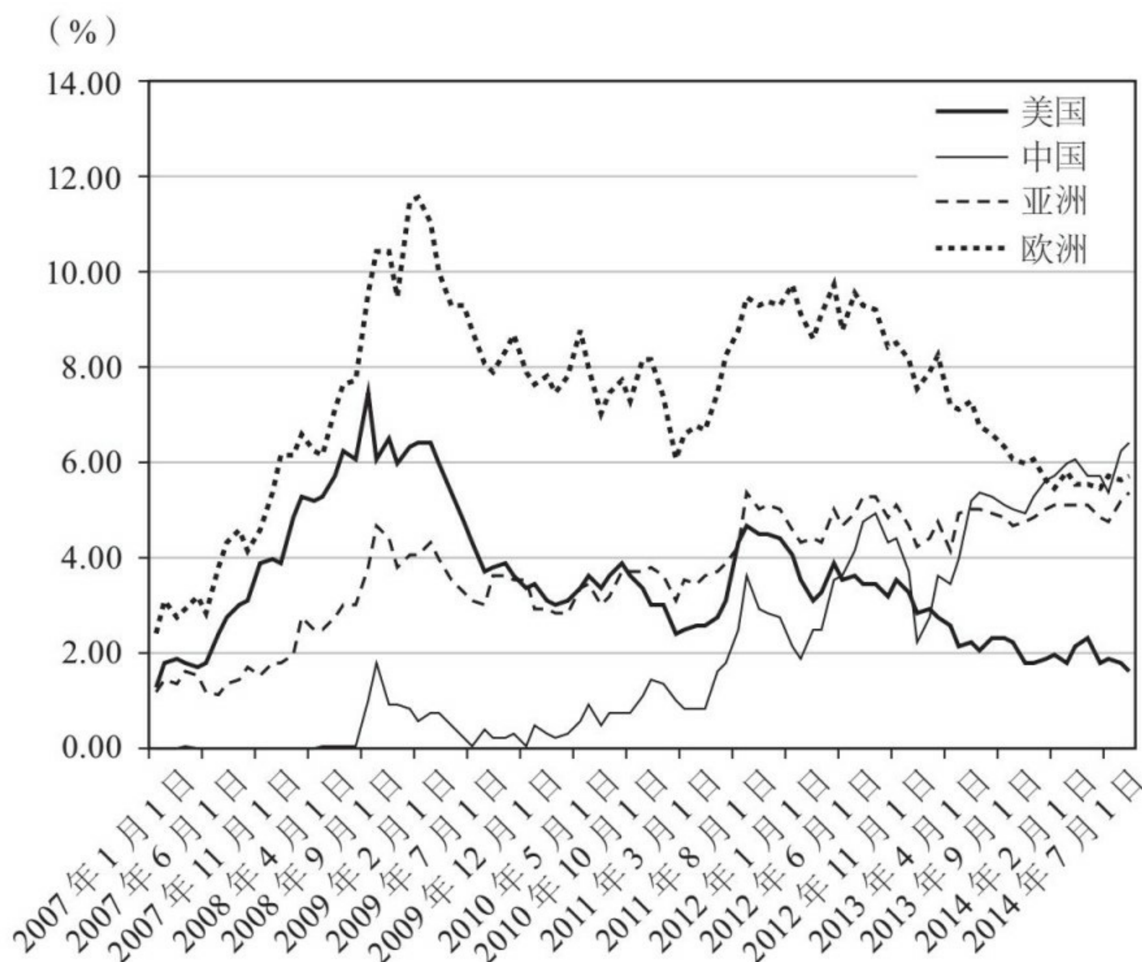


图5–1 根据GDP规模进行标准化缩放后的SRISK指标比较

注：本图描绘了在指定的为期一周的时间段中，公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的SRISK指标。所有数据根据该国家或地区的最新GDP数据进行标准化缩放。进行比较的对象是美国、中国、亚洲（包括中国）以及欧洲。SRISK指标数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http：//vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk），数据的时间段是2007年1月1日至2014年9月末。国家或地区的GDP数据来源于彭博社。

与美国类似，欧洲金融板块的系统性风险也在2008年秋天至2009年年初达到了顶峰（规模约2.25万亿美元，约占GDP的12%）。但之后欧洲的系统性风险趋势呈现出与美国较大的不同：2011年8月，欧洲的系统性风险再次达到了占GDP 10%左右的峰值（2万亿美元），第二次峰值对应欧洲主权债务危机。换句话说，欧洲金融板块似乎经历了不止一次严重资本短缺的情况。虽然欧洲的系统性风险水平在达到第二次高峰之后已有所下降，但目前仍处于占GDP 6%的水平，比2007年1月危机前

的水平（占GDP的2%）高出一倍以上，这也是欧洲和美国在系统性风险趋势方面的一个显著不同。这一现象说明，目前欧洲金融板块的健康程度远远比不上美国，和欧洲自身相比，也远未恢复到2007—2008年金融危机爆发前的水平。

从图中可以看出，亚洲的系统性风险趋势和欧洲及美国存在显著的不同。自2007年1月开始，到今天为止，亚洲金融板块的预期资本短缺量一直稳步上升，虽然存在一些局部的高峰和低谷，但总体来说，亚洲的系统性风险从0.25万亿美元（占GDP的2%）上升到了目前的1.25万亿美元（占GDP的6%），上升幅度高达1万亿美元。中国与日本一样，是亚洲最大的金融板块之一，中国也经历了与亚洲整体板块类似的风险趋势，这一点从图5–1中可以清楚地看到。在2010年中期以前，中国金融板块的预期资本短缺量几乎可以忽略不计，但2010年中期以后发生了急剧的上升，目前中国预期资本短缺量超过0.5万亿美元，占中国GDP的6%。

2.图5–2描绘了不同国家或地区的总体“准杠杆”水平的趋势，本图可以帮助我们从杠杆和去杠杆的角度理解美国、欧洲、亚洲金融板块系统性风险的差别。[注]从图中可以明确看出，这些国家或地区的杠杆情况时间序列和金融板块系统性风险的趋势吻合度很高。换句话说，美国的金融板块在2009年春天之前发生了大规模的杠杆增加，而之后则经历了快速的去杠杆化过程。欧洲的金融板块在2009年夏天之前出现了杠杆化提高的过程，在2011年秋天之前的时段，欧洲又再次经历了杠杆增加的过程，2011年秋天之后，欧洲发生了一定程度的去杠杆化过程，但目前尚未恢复至2007年1月的杠杆水平。和欧美不同的是，亚洲（包括中国）的金融板块自2007年至今，杠杆水平一直稳步提高。

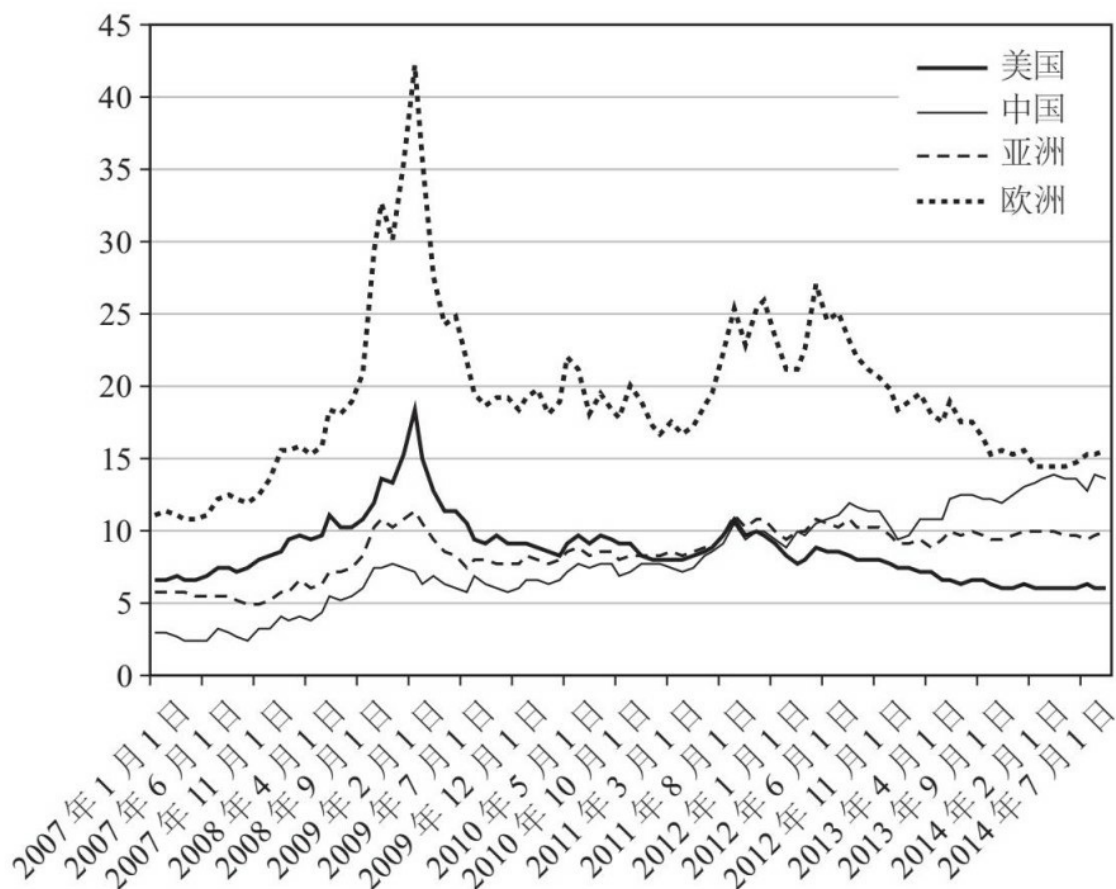


图5-2 总体杠杆的比较

注：本图描绘了公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的总体情况。进行比较的对象是美国、中国、亚洲（包括中国）以及欧洲。一个金融企业的准杠杆等于其准市场资产（股份的市场价值加上非股份债务的账面价值）除以股份的市场价值。某一国家或地区金融企业的准杠杆根据企业的股份市场价格进行加权平均，以获得该国家或区域的总体准杠杆数据。杠杆数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk），数据的时间段是2007年1月1日至2014年9月末。

我们观察到一个有趣的现象，目前美国金融板块的杠杆水平是5（每5份资产对应1份股本市场价值），远远低于亚洲的水平——10，而欧洲和中国的杠杆水平高达15左右。此外，我们还观察到另一个有趣的现象，那就是欧洲金融板块的杠杆水平普遍高于美国和亚洲金融板块的杠杆水平。

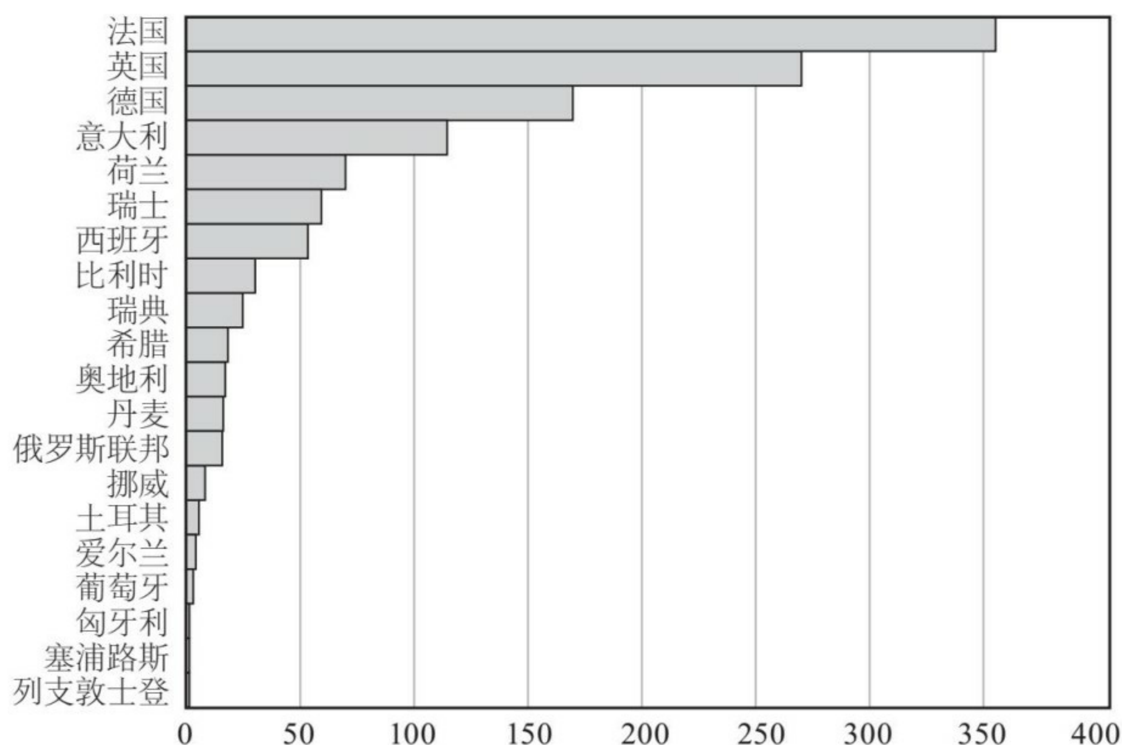


图5–3 按国家细分的全球系统性风险（欧洲）

注：本图描绘了2014年10月10日，公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的SRISK总和排名前20的欧洲国家。单位为10亿美元。SRISK指标数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http：//vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk）。

同样，图5–3和图5–4可以帮助我们理解目前欧洲系统性风险的制造者（在国家层面上）。就对预期资本短缺量的绝对贡献（参见图5–3）而言，排名第一的是法国，预期资本短缺量达3 500亿美元，占目前欧洲总体预期资本短缺量的1/4以上。即使是在资本短缺量与GDP的比值的意义上（参见图5–4），法国仍然排名第一，其预期资本短缺量约占GDP的13%。如果未来再次发生金融危机，要求政府注入资本对金融板块进行再资本化，这对法国来说将是一个相当大的负担。

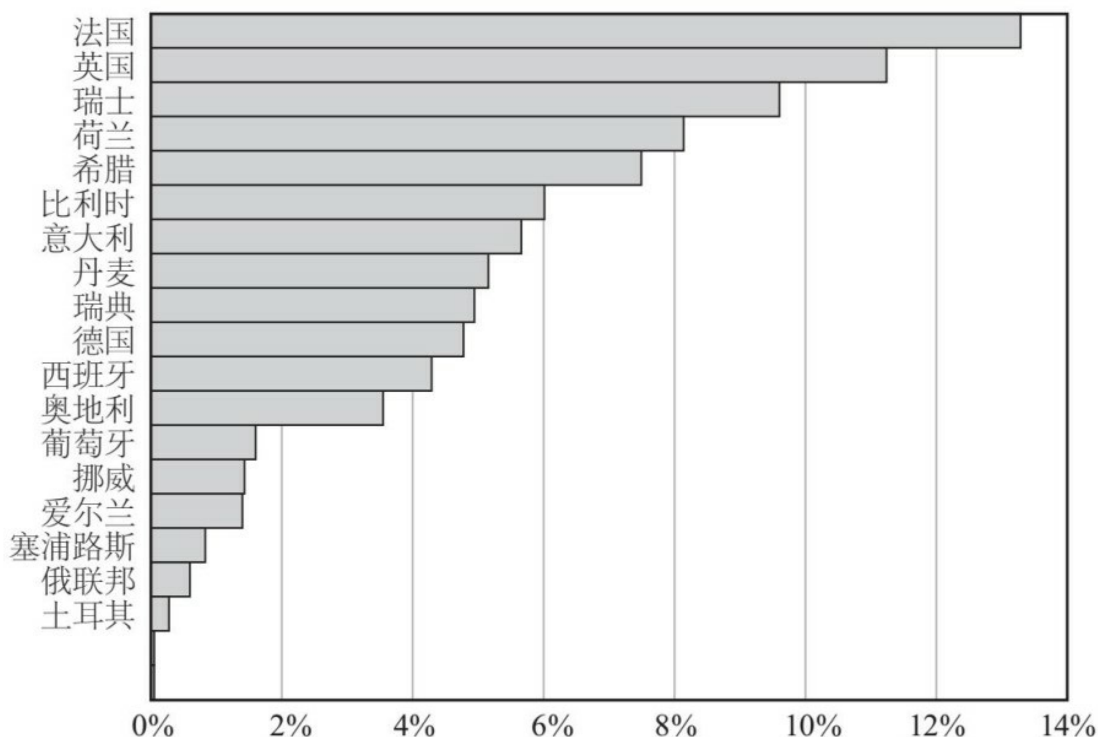


图5–4 按照GDP标准化缩放后欧洲各国的SRISK指标

注：本图描绘了2014年10月10日，公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的SRISK（按照GDP标准化缩放后）总和排名前20的欧洲国家。SRISK指标数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk）。国家或地区的GDP数据来源于彭博社。

瑞士和英国金融业的资产负债表规模相较整个国家的资产负债表规模而言相对较大。因此，上述两个国家排名靠前是可以预见的，我们对法国在上述两幅图中名列第一表示一定程度的惊讶，这一现象显示出法国的银行板块资本不足的现象相对较为严重（在准市场杠杆化意义下）。值得注意的是，虽然德国在描述预期资本短缺量绝对规模的图5–3中排名较高，但在按照GDP规模对数据进行标准化缩放之后，可以看出德国金融板块的健康程度显著高于法国。

图5–5和图5–6可以帮助我们理解目前亚洲各国对亚洲整体系统性风险的贡献。亚洲的预期资本短缺量几乎完全由中国和日本两国造成（参见图5–5）。然而当我们按照GDP对数据进行标准化缩放以后，可以看

出日本的风险显著高于中国，日本的预期资本短缺量约占GDP的11%，而中国的预期资本短缺量只占GDP的6%。

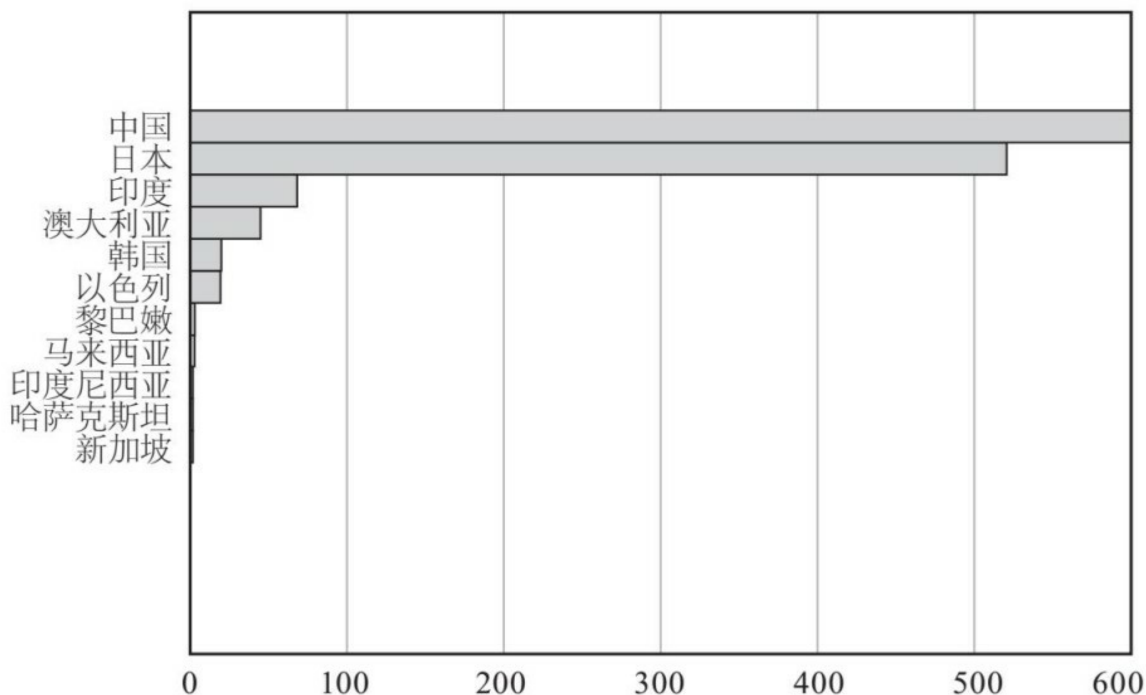


图5–5 按国家细分的全球系统性风险（亚洲）

注：本图描绘了2014年10月10日，公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的SRISK总和排名前11的亚洲（包括新西兰和澳大利亚）国家。单位为10亿美元。SRISK指标数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http：//vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk）。

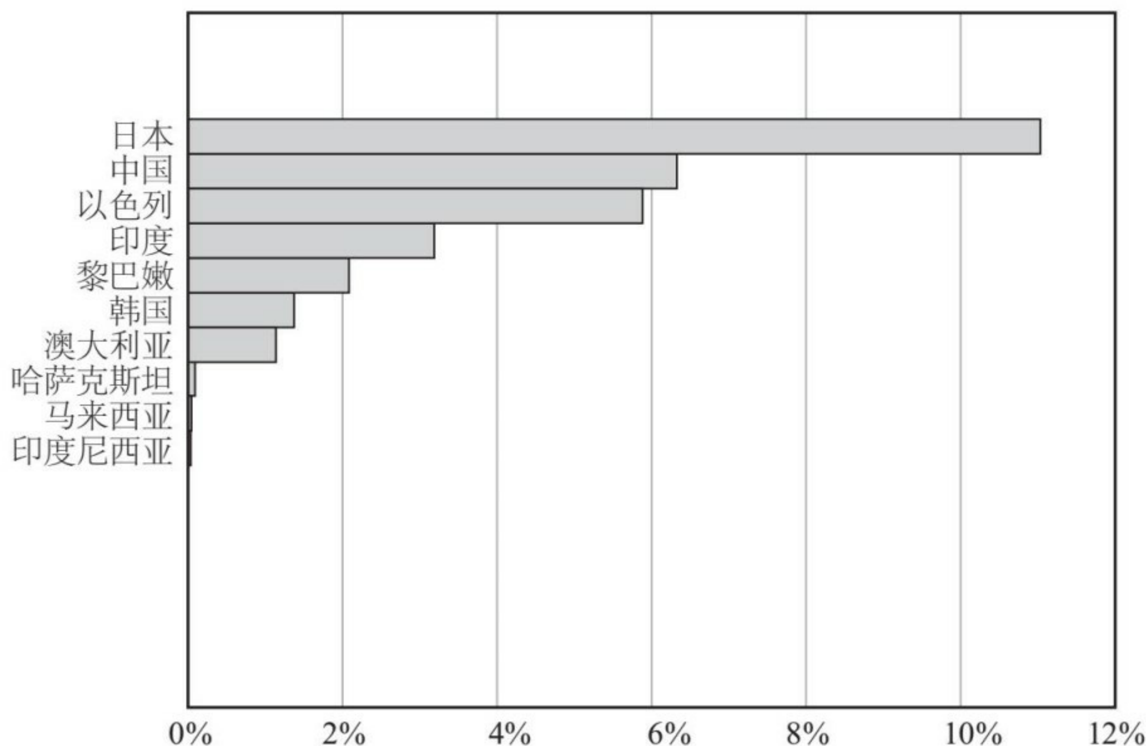


图5–6 按照GDP标准化缩放后亚洲各国的SRISK指标

注：本图描绘了2014年10月10日，公开交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）SRISK总和（按照GDP标准化缩放后）排名前10的亚洲（包括新西兰和澳大利亚）国家。SRISK指标数据来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室(http：//vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk)。国家或地区的GDP数据来源于彭博社。

3.最后我们想讨论这样一个问题：虽然中国的系统性风险占GDP的比例目前看来仍处于可控制的范围内，尤其是考虑到中国拥有巨大的外汇储备这一事实。然而，我们仍然十分好奇中国的系统性风险水平为何在2010年以后发生了如图5–1所示的急剧上升过程，从几乎是零的水平一路高涨至目前的0.5万亿美元（占中国GDP的6%）。表5–1能够帮助我们直观地理解中国系统性风险急剧上升的原因。表5–1对中国在2009年末至2014年10月10日期间SRISK指标的变化进行了分类，将中国金融板块SRISK指标的变化分为三个部分，即债务的变化、股本的变化和风险的变化（Δ*Debt*、Δ*Equity*、Δ*Risk*）。本文的结论部分对此进行了详细的解释。

表5–1 SRISK指标变化的细分

金融机构名称	SRISK(t)	SRISK(t–1)	ΔSRISK	ΔDebt	ΔEquity	ΔRisk
中国银行	105 580.9	–4 396.9	109 977.8	90 325.2	20 038.1	–385.5
中国建设银行	84 956.1	–12 500.5	97 456.6	90 456.5	15 262.1	–8 261.9
中国工商银行	77 991.2	–71 501.9	149 493.1	114 137.7	48 781.9	–13 426.4
中国交通银行	44 484.7	–678.7	45 163.4	38 475.8	6 314.8	372.7
中国中信银行	33 828.5	–3 342.2	37 170.7	32 863.6	5 290.3	–983.2
中国招商银行	29 608.3	–14 607.5	44 215.8	38 062.1	5 430.3	723.4
上海浦东发展银行	25 899.8	–4 037.5	29 937.3	29 607.2	–1 414.7	1 744.8
兴业银行	24 856.8	–8 643.1	33 499.9	33 119.3	–1 822.7	2 203.2
民生银行	17 584.8	–4 891.7	22 476.5	27 422.5	–6 765.6	1 819.6
华夏银行	11 742.1	2 068.4	9 673.7	12 193.5	–2 690.4	170.6

注：本表列出了2010年末（t－1）至2014年10月10日（t）中国上市交易金融企业（企业入选标准参见本章附录）的SRISK指标的变化情况。单位为10亿美元。本表选取的是2014年10月10日SRISK规模列中国前十位的企业数据。我们把SRISK指标的变化分为三个部分：非股票型债务的账面价值的变化（ΔDebt）、股票市场价值的变化（ΔEquity）以及股票市场价格乘以LRMES的变化（ΔRisk）。ΔRisk衡量的是当全球市场指数下降40%时，企业股本价值的下行敏感度（downside beta）。SRISK指标数据及三元素的细分均来源于纽约大学斯特恩商学院波动率研究室（http：//vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk）。

表5–1中排名前四的银行都是国有商业银行。这四大行的预期资本短缺量加起来占中国总体预期资本短缺量的一半以上。然而在2009年年末，四大行的SRISK指标均为负，也就是说当时四大行尚处于资本盈余的状态。表5–1显示出一个值得注意的现象，那就是中国金融企业SRISK指标的上升几乎全部可以归因于债务水平的上升（ΔDebt）。实际上，由于这些银行债务水平上升，其股本市场价值随之下降，因此SRISK指标的上升也是由股本下降造成的（ΔEquity为正）。有趣的是，这些银行的下行风险（指每一美元资产所对应的下行风险）反而有所改善，因此风险因素的贡献（ΔRisk）是负的。总的来说，上表的数据显示，中国的大型银行自2010年至今，发生了大规模的金融杠杆增加过程，而正是这样的过程导致中国金融板块系统性风险显著提高。目前中国的金融系统性风险水平（占GDP的比例）已经超过了美国。

3.如何解释2007年以来世界不同地区金融板块健康程度的不同

总结上述内容，我们可以看出，美国和欧洲在2008年年末至2009年年初期间，金融板块资本短缺量达到最高峰。随后美国的系统性风险发生了显著的稳步下降，欧洲却在2011年秋天南欧国家政府债务危机期间再次达到峰值。与欧美的情况不同，亚洲的金融板块在2008—2009年几乎不存在任何资本短缺的问题，但自2010年以后资本短缺量持续稳步升高，其中中国和日本的情况尤为严重。我们如何解释上述情况？在接下来的段落中我将解释，上述区别的成因是美国对金融危机采取了相应的政策，而欧洲则缺乏应对措施，日本的经济停滞问题和中国实施的以银行杠杆为基础的财政刺激政策也是造成上述区别的原因。

雷曼兄弟公司破产以后，美国政府立刻通过了不良资产救助计划，第一时间采取了显著的救援政策，为金融板块注入高达7 500亿美元的资本，促进了金融板块重新资本化的进程。此外，联邦存款保险公司担保、联邦储备流动性提供计划等政策也为整体市场、特别是金融板块提供了强有力的支持。同时政府还保存了房利美和房地美等房贷机构。这些措施虽不足以立刻降低市场的波动率（直到2009年年初，美国市场的波动率仍保持在较高水平），但2009年春天以压力测试为基础的再资本化过程（监管资本评估计划，SCAP）使得银行的资产负债表再次获得2 000亿美元的资金注入（要求监管者拿出750亿美元资本）。这些政策显著平息了对美国金融板块健康状况的疑虑。在此之后，美国2010年又通过了《多德–弗兰克法案》及其他各种措施来控制系统性风险，尤其引人瞩目的是新成立的金融稳定性监管委员会对显著影响系统性风险的金融机构每年实施压力测试。所有这些措施都保证了美国金融板块的资产负债表能够快速地完成去杠杆化过程，从图5–1和图5–3中可以看出，目前美国经济的健康程度在全球名列前茅。

和美国相比，欧洲对2007—2008年金融危机的政策反应则明显不

足。虽然政府也迅速对金融板块实施了资产和债务担保以及流动性注入等救援手段，但缺乏像美国的不良资产救助计划那样的措施，因此金融板块未能发生大规模的再资本化过程。由于再资本化进程的缺失和大量政府担保的存在，欧洲的金融板块在复苏过程中缺乏足够的激励机制。很多资本不足的银行为了重建股份资本，选择投资高风险资产，在这个过程中将风险转嫁给政府。有些银行用批发和零售储蓄的资本进行套利交易，购买高风险的南欧边缘国家国债（阿查亚和斯特芬2015年的论文）。银行业的上述行为创造出一种金融系统与国家信贷危机之间的不良联系，最终导致2011年秋天欧元区银行业与国家债务双重危机的爆发，西班牙和意大利的宏观经济及金融业健康在此次危机中急剧恶化（阿查亚2014年的论文）。金融板块和国债信贷风险之间的联系（首先，资产不足的金融板块通过杠杆手段购买高风险的国债；然后，高风险国债的问题爆发，反过来给金融板块带来沉重的打击）产生了显著的实际影响。阿查亚、艾泽特、奥伊芬格尔和希尔施2014年的研究显示，只要牵头银行来自南欧边缘国家，即使是一些规模较大的借款者也表现出囤积现金、削减投资、减少雇员等行为，而这些行为通常出现在金融上受到限制的借贷者身上。相反，那些牵头银行来自欧洲核心国家的借贷者则没有出现上述行为，欧洲核心国家相对来说资本较为充足。

银行资本不足的现象导致它们采取高风险的套利交易战略，监管者对这些行为不但没有加以限制，反而在事实上鼓励了这些现象。与美国的监管资本评估计划相比，欧洲政府根本没有实施有效的压力测试措施。阿查亚、恩格尔和皮埃雷2014年的论文指出，欧洲的压力测试居然对南欧边缘国家的国债给予了零风险权重，因此银行根本不需要对这些高风险资产进行资本储备。事实上，一些风险状况最差的银行，如比利时德克夏银行，反而在压力测试的结果中显示需要最小的储备资本。阿查亚和斯特芬2014年的研究显示，即使在2014年欧洲央行引入资产质量审查和综合评估措施以后，上述情况也没有发生显著改观。尽管如此，与2011年秋天相比，欧洲金融板块的健康状况总体上还是有了相对的改善，这主要得益于外部流动性的注入以及欧洲央行从2011年12月开始实

施的从市场上购入证券的措施。

要解释亚洲的情况可以着重关注两个重点：一是自从20世纪90年代监管失利，未能完成银行板块的再资本化以来，日本经济持续萎靡不振；二是在2007—2008年金融危机期间，中国政府为了保持短期的高速经济增长，采取了以债务为基础的刺激政策。在日本，虽然宏观经济持续低迷，但金融板块的杠杆率却一直处在较高的水平，甚至还有所增加，近期的安倍经济学也只对上述现象产生了暂时的缓解效果，由此造成了2007年以来日本金融板块系统性风险持续上升的现象。

与日本的情况相比，中国的情况相对简单。2007—2008年国际金融和经济危机爆发以后，中国的国有银行大幅提高了杠杆率，包括使用表外负债手段（SRISK分析无法显示这部分风险），国有银行主要用这些资金来投资房地产和基础建设项目，而这些项目中很大一部分的价格处于不可持续的区间内，银行的不良贷款率也很高。2008—2013年，中国经济的总体负债率从125%上涨到了240%。这其中一大部分来自地方政府2008年后以刺激经济发展为目的的投资。由于地方政府不能直接借贷，他们通常设立专用的融资平台，通过后者从影子银行（又称信托）借贷，借贷获得的资金通常用于投资基础建设项目和房地产项目。地方政府的债务主要靠出售土地的收入作为抵押，但在过去几年中，中国房价的增速不可避免地开始放缓，曾经令人咋舌的房价增长率毕竟是不可持续的。因此，影子银行（很多影子银行背后实际是靠国有银行支持）目前面临着巨大的损失，导致挤兑风险和银行资本不足风险的上升。

在解决上述问题方面，中国有着很大的优势，比如充裕的时间和资源（巨大的外汇储备和很高的国内储蓄率），以及政府对银行业及房地产市场的强大控制力。但目前的问题是：中国是否能像雷曼兄弟公司倒闭前的美国一样，在危机来临之前完成艰难的再资本化决策？目前的中国也同样有可能步20世纪90年代日本和本次危机后欧洲的覆辙。如果中国继续让资本不足的银行像僵尸银行一般运行，那么必然导致经济资源

的不合理分配，为危机埋下伏笔。

附录

表5–2 各区域的公司总数

年份	美国	中国	亚洲	欧洲
2007	155	30	336	353
2008	159	39	373	389
2009	148	52	409	395
2010	148	58	429	397
2011	156	66	453	405
2012	157	70	458	404
2013	156	70	457	394
2014	153	70	451	385

注：研究者搜集了各个国家公司规模（市场股值）处于前10%，并且有活跃的普通股份交易的所有上市公司的数据。每一地区不同年份用于SRISK计算的公司总数如上表所示。

参考文献

Acharya, V. V. 2009. “A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation.”*Journal of Financial Stability* 5 (3): 224–255.

Acharya, V. V. Forthcoming.“The Nexus between Financial Sector and Sovereign Credit Risks.”In*Toulouse Lectures in Economics*.Princeton, NJ: Princeton University Press.

Acharya, V., T. Eisert, C. Eufinger, and C. Hirsch. 2014. “Real Effects

of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans." Faculty paper, New York University Stern School of Business. http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/ vacharya/public_html/pdfs/realeffects2014.pdf.

Acharya, V. V., R. Engle, and D. Pierret. 2014. "Testing Macro-prudential Stress Tests: The Risk of Regulatory Risk Weights."*Journal of Monetary Economics* 65:36–53.

Acharya, V. V., R. Engle, and M. P. Richardson. 2012. "Capital Shortfall: A New Approach to Ranking and Regulating Systemic Risks."*American Economic Review* 102 (3): 59–64.

Acharya, V. V., L. H. Pedersen, T. Philippon, and M. P. Richardson.2010 a. "Measuring Systemic Risk." In*Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, ed. V. V. Acharya, T. Cooley, T., M. Richard- son, and I. Walter. New York: John Wiley & Sons.

Acharya, V. V., L. H. Pedersen, T. Philippon, and M. P. Richardson.2010 b. "Taxing Systemic Risk." In*Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance,* ed. V. V. Acharya, T. Cooley, M. Richardson, and I. Walter. New York: John Wiley & Sons.

Acharya, V. V., L. Pedersen, T. Philippon, and M. Richardson.2010 c. "Measuring Systemic Risk."Technical report.Department of Finance, New York University Stern School of Business. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1573171.

Acharya, V. V., and S. Steffen. 2014.*Benchmarking the European Central Bank's Asset Quality Review and Stress Test: A Tale of Two Leverage Ratios*. Brussels: Center for European Policy Studies.

Acharya, V. V., and S. Steffen. 2015. “The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks.”*Journal of Financial Economics* 115:215–236.

Becker, B., and V. Ivashina. 2015. “Reaching for Yield in the Bond Market.”*Journal of Finance* 70 (5): 1863–1902.

Becker, B., and M. Opp. 2014. “Regulatory Reform and Risk-Taking: Replacing Ratings.” Working paper, University of Berkeley Haas School of Business.

Calomiris, C., and R. Herring. 2013. “How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-To-Fail Problem.”*Journal of Applied Corporate Finance* 25 (2): 66–89.

Koijen, R. S. J., and M. Yogo.2013, “Shadow Insurance.”Working paper, London Business School and Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Popov, A., and N. van Horen. 2014. “Exporting Sovereign Stress: Evidence from Syndicated Bank Lending during the Euro Area Sovereign Debt Crisis.” Working paper,*Review of Finance*.doi: 10.1093/rof/rfu046.

---

1. .准市场杠杆是SRISK系统中用来表示杠杆的变量。一个金融企业的准杠杆等于其准市场资产（股份的市场价值加上非股份债务的账面价值）除以股份的市场价值。这和监管意义上的杠杆指标不同。监管意义上的杠杆等于风险加权资产值除以金融企业股本的账面值。

6
关于金融监管的反思：混乱如何阻碍了进步

阿纳特·A. 阿德马蒂 斯坦福大学经济学和金融学教授

金融监管的失灵可以对实体经济造成巨大的伤害，上次金融危机中也确实发生了这样的情况。此后，我们虽然采取了各种各样的措施试图让金融系统变得更加安全和健康，但我认为目前在这个过程中混乱多于进步，对金融系统问题的实质及对各种关键性管理措施之间的利弊权衡，我们目前的认识还很混乱。我们的金融系统在金融危机之后并未发生实质性的改变，金融系统的缺陷如今仍然对经济进行着不必要的扭曲，也带来了不必要的危险。

2007—2009年，一场源自美国房地产市场的危机席卷全球，产生了深远的影响。这些负面影响的根本起因是金融市场的不透明和高度的关联性，这两个因素导致了强大的传染性，使得违约风险从金融机构向他们的直接和间接关系方传播，进而彻底影响整个经济。对系统性风险的担忧导致央行和政府对许多金融机构采取了前所未有的大力支持措施。但即使是在这些支持措施以及央行其他政策的支持下，实体经济仍然受到了长期的巨大伤害。过量抵押贷款给家庭造成了沉重的债务负担，放大了危机的负面影响。

如果金融危机像自然灾害一样无法预测，我们也许只能被动地接受它。但危机的根源其实在于金融系统的极度脆弱性所导致的系统性风险，而造成金融系统脆弱性的根源正是系统中的激励机制，以及本应限

制这些激励机制的金融监管措施的失灵。除了导致大型金融危机的爆发，同样的因素在增加金融系统脆弱性的同时还会造成效率的低下，扭曲信贷市场，伤害实体经济。我们并不是没有办法修正金融系统的问题。不幸的是，到目前为止，各类监管改革重点不明确，监管力度仍明显不足，导致监管方面的漏洞在进一步放大金融系统的问题。

为什么我们的金融系统如此脆弱和扭曲

因为吸纳储蓄和发行短期债务是银行系统的主要功能之一，银行机构对信贷活动的参与是必然的。信贷产生杠杆，而杠杆会放大风险，并增加违约、破产、财务危机等事件爆发的可能性。借款者做决策的时候只考虑他们自身的利益，因此可能伤害股东及其他控制力较小的团体的利益。债务负担会导致效率低下的问题，例如借贷者会因为债务负担而投资降低价值的项目，放弃能增加价值但获得高额利润可能性较小的项目。在银行业中，这种扭曲现象可能导致金融机构更倾向于高风险的交易行为，他们更愿意发行信用卡和次级贷款，而不愿意向值得投资的企业发放贷款。

债权人和股东之间的利益冲突还会扭曲投资方面的决策，一旦企业已经处于负债状态，债权人可能倾向于继续增加借贷，即使债务的增加会导致违约、破产、财务危机爆发的可能性上升，这种决策显然会伤害股东的利益。同样的利益冲突导致负债企业的经理人和股东抗拒各种减少企业债务或提高现有债务安全性的行为（如截留利润，减少股东分红，通过出售资产回购债务，以及发行新股为新的投资项目融资）。这类利益冲突会导致效率的降低，比如债务增加导致企业破产概率上升，从而增加了企业资产由于破产原因而蒙受无谓损失的可能性，这类伤害不仅影响股东和债权人，还会外溢影响其他方面的利益。

企业的杠杆成瘾问题在学术文献中没有受到足够的重视，甚至常常

处于被忽视的地步。2015年我和我的同事（参见阿德马蒂等人2015年的论文）研究了债权人和股东间的利益冲突所导致的偏差，即企业倾向于增加借贷，反对降低杠杆程度。我们将这一现象称为“杠杆棘轮效应”。我们研究了在其他干扰条件（如破产成本、税收、信息不对称现象）下“杠杆棘轮效应”的情况，目的是研究企业杠杆状况调整的可能性。这篇文章中的分析内容对银行业具有极高的参考价值。

虽然从公司税收的角度看，企业发行债券比发行股票更能获得税收方面的优惠待遇，然而除了银行业以外，健康的企业很少会出现股本不足总资产30%的情况，很多经营业绩优秀的企业负债水平非常低。企业更倾向于用留存利润的方式融资新项目，而这种手段避免了借贷的必要性。这一现象产生的原因是，除了银行业以外，债权人索要利息的权利和债务合同中附加的条款增加了企业违约的可能性，从而提高了破产成本，并且提高了管理层行为伤害股东利益（例如增加杠杆和风险，放弃值得投资的好项目等）的可能性。

银行和储蓄者之间的利益冲突一直是银行系统脆弱性的重要原因之一，由于银行的资产对储蓄者常常缺乏透明度，储蓄者有时会产生对银行资产质量的疑虑，从而导致恐慌和挤兑现象的发生。但是，当银行较大规模地依赖股东和所有者的股本融资的时候，储蓄者的上述疑虑就会减弱，因为在股东的约束下，即使在遭受损失后，银行也会继续偿付贷款并继续投资。19世纪时，英国的银行通常采用无限债务合伙制，当时银行通常有50%以上的融资来自股东，股东的个人资产可以被追溯用于偿还银行的债务。后来，存款保险和央行的支持减少了挤兑现象发生的可能性。与此同时，20世纪以来，银行业股本融资占总融资的比例也显著下降。

在过去几十年中，向金融系统提供的安全保障措施范围和强度都明显扩大了。对系统性风险的担忧导致民众期望央行和政府对金融系统提供必要的支持。这种隐形的担保措施导致银行机构甚至整个金融板块享

受到政府不合理的大规模补助，而这一现象显然导致扭曲效应的产生。由于金融系统存在的高度相关性，政府提供的救助和支持资金从借款人（包括企业甚至国家）那里流向他们的债权人和其他相关方，而饱受金融危机损失的家庭却无法获得足够的直接赔偿。金融危机后，AIG（美国国际集团）和希腊政府获得救助的例子中，上述现象就十分明显。

上述面向金融系统的安全保护机制弱化甚至完全消除了股东对企业及债权人的约束，企业的主要债权人和股东本应在危机中遭受相当的损失，上述机制却大大降低甚至免除了这一负担。政府的担保助长甚至鼓励了企业“杠杆成瘾”的倾向，上文所讨论的因各方利益冲突所造成的过度借贷现象没有得到遏制，并继续给企业造成巨大的风险。

更糟糕的是，政府的担保还造成了经济增长的低效率问题，增加了问题的复杂性和不透明度，助长了羊群行为，所有这一切都导致系统性风险的上升。越是规模巨大、对系统性风险影响大的机构，就越能从政府的隐性担保中获利，与中小型机构相比，它们获得了更多的特权和比较优势，因此这些机构有充分的动机和能力继续扩大规模和经营范围，将触角伸向银行和金融业以外的地方。不透明的衍生工具市场进一步扩张，导致机构承担并隐藏更多风险，金融系统中的其他关联方也常常参与这一过程，这一切都导致金融系统关联性和脆弱性的进一步上升。

面对这样的情况，监管者必须保护公众的利益，修正上述扭曲现象，重建缺失的市场管理机制，限制上述不正常的激励机制。我们的金融监管机制未能跟上市场发展的步伐。目前的管理办法重点放在控制银行业的融资情况，也就是所谓的资本管理措施，但这些措施仍然允许银行业保持极高的负债率。

近年来，资本管理措施依赖一套极为复杂的风险加权平均系统，这样的系统进一步扭曲了投资决策的过程，从而增加了系统性风险。比如，在2012年希腊债务重组之前，希腊政府承诺了极高的国债利率，有时甚至高于15%，这样的高利率显然蕴含了对违约风险的高额补偿，但

这样的高风险债券却在欧洲的风险评估系统中获得了零风险权重。当时，银行可以完全用借来的资金购买希腊政府债券，在南欧债务危机爆发之前，银行通过这样的手段获得了高额的利润，但好景不长，随着危机爆发，巨大的损失导致比利时德克夏银行和塞浦路斯银行破产。在金融危机期间，很多投资工具实际风险很高，却被管理机构认为是十分安全的，大量金融机构因为持有这类投资工具而承受了巨大的损失，比如获得AAA–评级的抵押证券就是一个典型的例子。

因为目前银行业的股本占总投资的比例仍然维持在非常低的水平，银行可以利用监管者制定的漏洞百出的风险权重系统，在满足监管要求的前提下提高实际杠杆率，进行高风险投资行为。监管机制还允许银行使用它们自己的模型来决定风险权重，导致风险权重变得非常主观，很容易被人为操纵。

鼓励承担高风险的激励机制和严重的政府监管问题还导致了金融系统的脆弱性和低效率现象。从资产规模的角度看，大型金融机构是所有企业中规模最大的，也是复杂度最高的。投资者和监管者都没有能力很好地理解这些机构的风险，因此也无法确定金融系统的总体风险。大量涉嫌欺诈、人为操纵及其他不当行为的丑闻也充分说明，董事会和经理层同样没有足够的能力和动机来控制金融机构内部某些个人的行为。

既然金融机构选择承担高风险，总有一些人必须承担相应的负面损失。银行业绞尽脑汁把负面损失的风险转嫁给其他方面，并且试图掩饰上述事实。少数机构（主要是金融行业内的机构）通过上述高风险行为，不正当地获取了高额的利润，而整个经济体却承受了严重的抵押损失。面对这些问题，目前的法律和监管机制显得束手无策。

混乱的争论

如果金融系统可以更好地承受外界冲击，提高吸收损失和避免财务危机的能力，那么所有造成系统性风险的传染机制（包括合同造成的直接多米诺效应，一家机构的弱点影响另一家机构的优点的情况，债权人的财务危机造成的信贷恐慌问题，去杠杆化过程中贱卖资产的强度等）都能够得到一定程度的减轻。如果监管制度可以要求银行机构（特别是严重影响系统性风险的大型机构）提高股份在总投资中所占的比例，社会和公众都将明显获益。但是，认识上的混乱和政治因素的干扰都导致这类监管措施的设计和实施面临严重的阻碍。

金融危机发生之前，对最低资本做出要求的国际合约是《巴塞尔协议Ⅱ》。《巴塞尔协议Ⅱ》允许银行将股份占总资产的比例降至3%以下。在金融危机中，很多满足《巴塞尔协议Ⅱ》，甚至满足比《巴塞尔协议Ⅱ》更严苛条件的金融机构破产，如果不是央行和政府提供了大量的救援性措施，破产银行的数量肯定还会更大。2010年，经修改后出台了新的《巴塞尔协议Ⅲ》。《巴塞尔协议Ⅲ》设定的最低杠杆率是股本需占总资产的3%以上（美国规定大型银行控股公司股本需占总资产的5%以上，吸收存款的机构股本需占总资产的6%以上）。其他比例要求都是用风险加权平均后的资产总和作为标尺的。因此这些规定的实际要求取决于不同种类的资产如何认定，以及风险权重的计算方法。细节（比如，如何处理衍生品及如何对待表外项目）将严重影响这些管理条例的实际效果。

很多银行业人士和监管者都声称，银行业的资本水平已经发生了显著的提高，他们这一论点的依据是：很多比率数据和以前相比有所上升。但他们却忽略了一个事实，那就是受会计准则影响，并且以风险加权平均资本为基础的这些比率很容易被人为操纵，给出误导性的信息，而目前银行业的实际负债水平仍然居高不下，处于危险的水平。2014年9月，《金融时报》专栏发表了一篇名为“巴塞尔：不会叫的老鼠”的文章。在这篇文章中，作者马丁·沃尔夫讽刺地说：“把过去的要求提高三倍看起来似乎很厉害，但其实我们没有注意到一个事实，那就是把一个

接近零的数字提高三倍根本就不是很大的提高。”由于在过去的规定下，有时候银行的股份可以降至总资产的1%以下，就算把这一规定提高6倍甚至10倍，也并不意味着银行的资本就充足了。现在的问题并不是从纸面上来看，我们的数据比之前在失败的监管下的数据提高了多少百分比，而是怎样的水平才是合理的和必需的。我们还应该考虑显著收紧监管条件会带来哪些成本和收益。在这些方面，我认为混乱一直大行其道，而真正的进步微乎其微。

在2010年G20国家领导人集体批准《巴塞尔协议III》以前，我曾牵头起草了一封由20名金融和银行业学者署名的请愿信。在这封信里我们写道：“《巴塞尔协议III》不能解决现存系统中关键的结构性资本流动问题。银行的高度杠杆化，以及随之产生的金融系统脆弱问题和系统性风险导致了危机中金融系统近乎全面瘫痪。如果危机再次发生，《巴塞尔协议III》根本不能保护我们的金融系统不再重蹈覆辙。如果监管条例可以要求银行的股本至少占（非风险加权平均后）总资产的15%，那么我们将获得巨大的社会福利。而对社会的成本则非常微小，甚至根本不存在。”我们之所以列出15%这个具体数字，是为了显示《巴塞尔协议III》的资本金要求完全处在一个错误的区间内。[注]

这封信还指出了风险加权平均系统的一些问题。在这封信的结尾，我们写道：“有效金融管理改革的最重要元素，就是保证银行股本占总资产的比例足够高。提高股本所占比例可以帮助银行更好地发挥它们应有的功效，同时在不增加金融系统脆弱性和系统性风险的前提下，能够促进经济的增长。股本比例的提高会给银行提供充分的激励机制，促使它们更负责任地对待风险，降低它们利用现有体制谋利的可能性。最重要的是，提高银行股本比例能够大幅降低未来金融危机发生的概率。”不幸的是，我们信中的建议，以及我和黑尔维希在2013年著作的第11章中提出的更加详细的建议都未被采纳。

大量银行业从业者和学者提出了很多站不住脚的理论，来支持所谓

的“在银行业中股本融资过于昂贵”的说法。针对这些说法，我和我的合作者逐一进行了细致的分析，这些说法要么是错误的陈述（假命题），要么就是和所讨论问题无关的事实（比如将私有成本和社会成本混为一谈），要么就是混淆视听的谬论（选择性忽略重要事实后得出的毫无说服力的理论）（参见阿德马蒂等，2013）。第一类错误的陈述中常常出现对资产负债表及金融资本概念的混淆，比如杠杆会放大风险，比如风险高的投资项目一般要求较高的预期回报率，比如以某个特定的回报率为目标不等于为投资者创造价值，比如重新组织不同投资者承担风险的方式这一变化本身并不能改变融资的成本。

此外，对术语的误导性使用也加深了混乱和误解。其中一种错误的陈述故意在“资本”一词的使用上制造混乱，他们使用诸如“资本储备”、“持有资本”、“将这些资本放在一边”等说法，造成一种银行资本似乎被以现金储备的形式闲置的假象。此外他们还使用“资本罚款”等词语来暗示提高股本要求会造成相应的社会成本，这种说法根本混淆了私有成本和社会成本的区别。

实际情况是，如果银行业可以更多地依靠股本融资，减少债务融资，那么它们将能更好地为经济体提供服务，包括向经济体提供合理及持续的流动性、信贷以及其他金融服务。提高股本比例后，金融机构对如何运用自身资金可以有更大的自主权，向银行的债务融资提供补贴是错误的做法，因为这种做法会提高系统性风险，产生更多的低效率现象。即使在某些情况下补贴是必要的，也绝不能以这种危害金融系统的方式发放。

关于银行业的理论模型，以及很多旨在向决策者提供建议的实证研究都会进行不合理甚至是错误的假设，同时还忽略重要的事实（如高杠杆率的危害及造成的效率低下问题，如不称职的公司管理和国家监管）。因为这些模型严重扭曲了事实，因此也就不可能给出什么有意义的政策指导。

最近，我们注意到，监管机构不但没有提高对大型金融机构股份比例的要求，反而把监管重点放在强制银行发行具有债券性质的混合性证券上。这类证券在理论上可以在某些条件下转化为股份。这些证券实际上只是TLAC（总损失吸收能力）、GLAC（不可持续经营情况下的损失吸收能力）、CoCos（或有可转换资本工具）或自救安排债务工具的翻版。

用债券性质的混合证券来代替股本会产生很多问题。比如，要想启动将这些证券转化为股本的过程，或者强制这些证券开始吸收损失，通常要求某些权威部门决定大型复杂的金融机构已经接近破产，无力偿还债务，而要做出这样的声明是十分困难的。一旦市场预期到上述机制的启动，就会产生很大的不稳定性，因此决策者会对启动上述机制抱有强烈的戒心，导致上述机制根本无法启动。事实上，在2008—2009年，所有应发挥损失吸收作用并被视作监管性资本的混合债券无一真正发挥了吸收损失的作用（雷曼兄弟公司是唯一的特例）。即使在接受大量政府救助的金融机构中，上述证券也根本没有发挥作用。没有任何证据表明，下次金融危机发生时上述情况会发生任何改变，因此监管者对债务性质的混合证券的依赖是非常天真的。

要确保大型金融机构有能力吸收自身的损失，避免给经济体造成危害，借助普通股票工具远比依赖债券性质的混合证券来得简单可靠。(注)即使我们假设债券性质的混合证券在危机中确实可以发挥作用，也没有任何证据说明这类证券成本低于普通股票。虽然这类混合证券在破产清算情况下确实比普通股票更有优势，但这个事实与我们讨论的问题并无关系。因为如果我们一开始使用了普通股票，破产清算的可能性将显著降低，显然避免破产清算情况的发生是一件好事。

金融学的基本知识告诉我们：如果负面风险由投资者而非纳税人承担，那么在投资者内部重新安排风险的分配方式本身并不会改变融资成本。既然股东是企业利润的获得者，那他们自然也应该是负面风险的承

担者，让股东来承担吸收损失的责任不会引入任何启动机制，而我们在前文中谈到过，启动程序常常是不可靠的，并可能产生危害金融稳定的后果。鼓吹使用债券性质的证券作为资本管理的工具，这样的建议是缺乏理论基础的。

借口及政治因素

有些反对加强金融监管的论调并不是针对某些特殊政策工具的有效性，而是针对监管政策的范围和实施手段的批评。有一种常见的观点称，加强金融监管的力度会导致更多金融活动流向不受严格监管的影子银行系统。影子银行系统区别于正式的银行机构，包括货币市场基金、对冲基金、资产管理公司及其他受不同条例监管或受监管程度较低的金融机构。

法律和法规要想真正起作用，设计环节和实施环节都必须切实发挥作用。影子银行系统之所以不断膨胀，并对实体经济产生危害，很大程度上是因为受金融监管的机构试图利用影子银行系统来隐藏风险。比如，一些受金融监管的机构成立了某些几乎完全由债务资金支持的特殊目的的投资机构，并对这些机构提供隐性的担保。这些受监管的金融机构从AIG购买大量信贷保险产品，因此这些机构实际上也暴露在AIG的信贷风险之下，但监管者却未能发现并重视这一事实。现有的会计准则允许金融机构利用表外项目和衍生品来包装和掩饰风险。这次金融危机很明确地告诉我们，那些号称已被消除的风险实际上常常在别的地方再次出现。我们应该得到这样的教训：监管者必须更有效率地监控整个金融系统，同时应该加大实施监管措施的力度，利用他们手中的职权保持金融系统的透明度，并在风险积聚时进行合理的干预。

影子银行并非完全处于黑暗之中。有些金融机构和活动可能并不需要受到监管，而另一些机构和金融活动则可能需要更多的监管。比如，

货币市场基金极大地增加了整个金融系统的脆弱性，因此必须受到比过去更为有效的监管。我们不应该把所谓的影子银行系统作为借口，事实上最为危险的“影子对冲基金”恰恰是那些规模最大的银行机构，它们所拥有的特权使它们可以在完全不透明的状态下采取极高的杠杆率。如果能对这些危险的金融机构增加曝光和监管，就能减轻这些机构对实体经济造成的极高风险和成本，从而大大提高社会福利。

反对金融监管的另一个常常被提及的论点是：金融监管要求国际合作，且必须以“公平对待，一视同仁”为前提。然而，为了达到所谓的和谐与公平，常常以所有国家采取最低限度的、最宽松的监管机制告终。另外，存在一种十分危险的论调，声称每个国家必须在全球竞争中支持本国的银行，即使此举对本国公民和经济造成危害也在所不惜。这种错误的论调导致了爱尔兰、冰岛以及塞浦路斯等国的危机爆发。

机会与挑战

如果监管政策允许银行机构长期处于财政危机甚至无力偿还贷款的状况中，实体经济必然受到很大的伤害。推迟承认损失的存在，容忍甚至支持羸弱的金融机构长期保持现状是一种十分危险的政策。因为银行业所受的政府救助几乎总是以债务的形式出现，银行的负债程度没有办法下降，在这种情况下，银行无法发放新的贷款来帮助实体经济复苏。羸弱的银行系统甚至会干扰央行政策的传播。如果一家金融机构无法说服投资者购买他们的股票，那么显然这家机构或者过于羸弱，或者透明度太低。面对这样的情况，目前政府不仅没有果断采取有效的修正措施，反而保持了高度容忍的态度，使得这样的情况变成了新的常态。这种政策导向必然导致繁荣之后出现危机和瘫痪的有害周期不断循环。

也许我们无法写出一个动态随机均衡模型，用以完全描述系统性风险的复杂动力学。即使我们可以创造出这样一个模型，可能我们也没有

足够的数据来度量上述风险。汉森2013年的论文向我们提出了这样的警告："用有一个有意义的模型来度量系统性风险是很困难的，我们不应过于低估这一任务的难度。我们应该警惕模型设计错误所带来的后果。"我们同样很难预测下一次金融危机到底会被什么样的事件所触发：是利率的变化，国债的违约，还是网络安全方面受到的攻击。因此，政策的重点必须放在如何使金融系统在受到外界冲击时更具抵抗力，如何在遭受危机的前提下减少危害和扭曲的程度，只有这样，金融系统才能更好地为实体经济服务。目前的金融监管措施在这方面的努力还远远不够，导致金融系统仍长期处于危险和不健康的状态。

也许，金融监管问题所面临的最大挑战是我们缺乏加强监管的政治意愿。政治家们总是有其他更重要的任务需要优先完成，他们似乎只把银行系统看成一种融资渠道，而不是一种风险来源。不能合理地设计和实施有效的金融监管措施的危害是巨大而抽象的。而且对监管者或政治家来说，我们的系统无法对他们的不作为进行有效的追责。

正是这些因素的共同作用，导致危机以来混乱和迷惑阻碍了进步。当关于金融监管的讨论变得混乱不堪时，大多数民众无法正确理解各种因素间的权衡关系。在这样的情况下，一些狭隘的私有利益更容易影响政治的进程。因此，对上述问题的反思是非常重要和有用的。

参考文献

Admati, Anat R. 2014 a. "The Compelling Case for Stronger and More Effective Leverage Regulation in Banking."*Journal of Legal Studies* 43:s35–s61.

Admati, Anat R. 2014 b.*Examining the GAO Report on Expectations of Government Support for Bank Holding Companies.*Testimony for hearing of Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Subcommittee on

Financial Institutions and Consumer Protection, July 31. http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files. View&FileStore_id=3e6b2c82dce3-4fa1-a764-04fe9e447792.

Admati,AnatR.,PeterM.DeMarzo,Martin F. Hellwigand Paul Pfleiderer.2013.“Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive.” Working Paper 13-7.Stanford University Graduate School of Business, October (first draft August 2010). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2349739##.

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig and Paul Pfleiderer.2015. “The Leverage Ratchet Effect.” Working Paper 3029. Stanford University Graduate Schol of Business, December (first draft March 2011). http://papers.ssrn com/ sol3/papers.cfm?abstract_id=2304969.

Admati, Anat R., and Martin F. Hellwig. 2013a.*The Bankers’ New Clothes: What’s Wrong with Banking and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Admati, Anat R., and Martin F. Hellwig.2013b. “Does Debt Discipline Bankers?An Academic Myth about Bank Indebtedness.”Working Paper 132.Stanford University, Rock Center of Governance, February. http://papers.ssrn.com/sol3/ papers.cfm?abstract_id=2216811.

Admati, Anat R., and Martin F. Hellwig. 2015. “The Parade of Bankers’ New Clothes Continues: 31 Flawed Claims Debunked.” Working Paper 143.Stanford University, Rock Center of Governance, December. http://papers.ssrn.com/sol3/ papers.cfm?abstract_id=2292229.

Hansen, Lars Peter. 2013. “Challenges in Identifying and Measuring Systemic Risk.” In*Putting Macroprudential Policy to Work*.Occasional Studies 12–7, ed. Aerdt Houben, Rob Kijskens and Mark Teunissen.

Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Hellwig, Martin F. 2014. “Systemic Risk and Macro-Prudential Policy.”In*Putting Macroprudential Policy to Work.*Occasional Studies 12–7, ed. Aerdt Houben, Rob Kijskens and Mark Teunissen, 42–77. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Pfleiderer, Paul. 2014. “Chameleons: The Misuse of Theoretical Models in Finance and Economics.”Working Paper 3020. Stanford University Graduate School of Business, March. https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/ chameleons-misuse-theoretical-models-finance-economics.

我希望对以下个人对本文提供的有益建议表示感谢：Olivier Blanchard, Martin Hellwig, Paul Pfleiderer, John Talbott。本文的主要内容源自以下论文：Admati and colleagues (2013, 2015), Admati and Hellwig (2013a, 2013b, 2015), Admati (2014a, 2014b)。Hellwig (2014)对系统性风险及宏观审慎监管政策问题进行过和本文有关但更为详细的讨论。Pfleiderer（2014）则讨论了理论模型可能被错误使用而提供误导性信息的情况。其他参考文献及额外信息参见以下网址：http：//bankersnewclothes.com and https：//www.gsb.stanford.edu/faculty-research/excessive-leverage。

---

1. . “Healthy Banking System in the Goal，Not Profitable Banks，”*Financial Times*，November 9，2010（参见https：//www.gsb.stanford .edu/faculty-research/ excessive-leverage/healthy-banking-system-goal）。签署者包括：Franklin Allen, Markus Brunnermeier, John Cochrane, Eugene Fama, Charles Goodhart, Stewart Myers, Jean Charles Rochet, Stephen Ross, William Sharpe，and Chester Spatt。在一次采访中，尤金·法玛提出50 %的股本比率才是合理的。约翰·科戴伦曾于2013年3月1日在《华尔街日报》上发表了一篇关于Admati and Hellwig（2013a）的评论文章。在这篇文章中，作者认为，损失的吸收责任应该转向股东；作者还声称，我们应该把股本比率提得越高越好，直到进一步提高股本比例不再提供额外好处为止。此外我们还在2011年2月和2011年7月分别发出两封由多人签署的请愿信，分别对政府允许银行重新开始发放股息，及对Alan Greenspan进行的不实评论表示

抗议。

2. .这一观点在文中提及的2010年由20位学者联合签署的请愿信中有所提及，此外以下论文也对这个观点进行过更详细的讨论：Admati, DeMarzo, and colleagues (2013, sect. 8) and Admati and Hellwig (2013a, chap. 11)。

7
系统性风险和金融监管：我们身在何处？

菲利普·希尔德布兰德 瑞士央行前行长

金融监管已经在控制银行系统性风险方面取得了长足的进步

随着《巴塞尔协议III》和金融稳定委员会章程的出台，到目前为止，国际银行系统对金融风险的防御能力已经显著提升，无力偿还风险和流动性风险下降了。如果我们同时将资本的数量和质量纳入考虑范畴，目前世界重要银行机构的缓冲资本量已经达到了危机前的6倍。生前遗嘱和自救安排资本将进一步帮助我们克服“大而不倒”问题；世界各地的核心监管部门都对压力测试的推广采取了积极的态度，而压力测试是帮助我们以动态的眼光看待风险的一个重要工具。同样重要的是，投资者也在持续推动企业和银行的改革，共同向降低系统性风险的方向努力。

既然银行业永远不可能变成没有风险的领域，我认为在目前阶段已经没有必要进一步出台根本性的银行监管措施。我个人仍然相信，如果我们当时采取更为严格的资本管理标准，而减少其他监管措施的实行，我们原本可能对上次金融危机做出更简单却更有效的反应。但是从实用主义的角度看，这一问题已经没有继续讨论的必要了。我想强调的是，就目前阶段而言，最重要的是继续坚决执行这些已经出台的监管政策，不要发生倒退现象，以及在需要的情况下勇敢地实施已制定完成的危机

处理预案条款。

因为银行业的风险控制状况已经获得了较大的提高，我认为目前应将监管重点转向对系统流动性风险以及非银行机构（包括资产管理公司）系统性风险的监管。本文将着重讨论这两种类型的风险。

金融监管的收紧是否创造了一种以流动性短缺为标志的新型系统性风险

简而言之，我对上述问题的答案是否定的。

近期的一系列市场事件显示，即使在世界上流动性最充足的市场上，也会出现价格的剧烈波动，以及买卖差价的大幅攀升，这些现象很可能意味着流动性不足。例如，2015年10月，一次微弱的数据泄露导致美国国债价格大幅波动（冲击规模达到了8倍标准差水平）；1月15日央行下调汇率下限后，瑞士法郎对欧元的汇率在一天内产生了15%的巨大波动；2015年3月20日，美元对欧元的汇率在一天内产生了2.5%的波动（这次波动的原因是当天美联储主席发表了声明，而市场过于急躁地对该声明进行了“鸽派”的解读），并在接下来的一个交易日中以同样剧烈的波动幅度回调。

如果我们仅仅立足于传统的智慧，那么我们必然从上述现象中得出下面两个结论：（1）这样的现象十分令人担忧；（2）这是针对银行业的金融监管政策收紧措施所带来的不可预见和负面的结果，因为现在的高额做市成本已让银行机构无法承担。

由于如下几点原因，我对上述两个结论都持怀疑态度。首先，在上述几起市场事件中，价格的剧烈波动都在几天之内得到了修正，也没有产生持续的价格误差和市场失灵。其次，（我希望）我们从上次金融危

机前的情况中已经得到了这样的教训：过低的波动率会导致投机者过度倾向于高风险行为。因此，如果高波动率可以对投资者起到提醒作用，告诉投资者市场价格是会上下波动的，那么高波动率并不一定是件坏事。

在澄清了上述观点之后，我必须承认，目前银行机构为响应资本监管要求及面对商业模型的变化，确实显著下调了用于“经销商”业务的库存，下调幅度在20%左右，而且主要削减对象是企业债券（因此，市场的流动性出现二元分化的现象，国债市场流动性高于危机之前的水平，而企业债券市场的流动性却低于危机前水平）。

面对预期之外的新闻信息时，市场价格出现大幅波动（即流动性低），这一现象是否是由经销商业务库存削减导致的，这个问题的答案目前尚不太清楚。正如最近马库斯·布伦纳迈尔所指出[注]的那样，如果经销商业务库存削减是问题的元凶，那么我们应该看到流动性在所有时段全面下降。但实际上如果我们检视交易量和买卖差价等其他指标，会发现这些指标都不支持流动性降低的说法。

我认为市场出现大幅价格波动主要是以下几个因素造成的：首先，资产所有者因为所负债务的影响，不得不对现阶段长期高度非常规的货币政策做出响应，努力寻找收益率高的投资机会；其次，上述现象又对收益率曲线产生了整体的影响。于是，交易集中于高风险部分。再加上银行的管理模式起到了放大经济周期的效果，市场的波动可能导致资本冲击和资产贱卖现象发生。上述各种因素的综合作用可以合理地解释2014年几次市场事件的成因。（IMF于2015年4月发表的关于全球金融稳定性的报告中公开了一些数据，这些数据显示，在过去5年中，大部分市场都出现了更多的羊群行为，这一事实也为上述假说增添了说服力。[注]）

我们可以用一句话总结上面的观点：危机前银行机构一直进行大规

模的做市行为，这种行为创造出一种市场流动性充足的假象，而最近旨在提高银行系统安全性的金融监管新政事实上削弱了上述假象。这意味着，之前由银行机构所承担的流动性风险，如今必须由某些其他市场参与者来承担。由于目前非常规货币政策导致流动性溢价被高度压缩，市场参与者很可能对流动性风险估计不足。如果在货币政策正常化之时，市场参与者仍然未能对他们的流动性管理行为完成必要的调整，我们就会再次面临剧烈波动时段的反复出现。

在此我想指出，上述现象是宽松货币政策可能导致金融不稳定现象的一种渠道，而这一渠道目前尚未获得足够的重视。传统上，我们认为宽松货币政策只会通过催生泡沫来导致金融不稳定现象的发生。在这里我们看到了另一种机制，宽松的货币政策创造出一种流动性充足的假象，当这一假象消失时，很多被假象蒙蔽而未做充分准备的投资者就会被杀个措手不及。

有些人可能会问，既然银行机构降低了参与做市活动的程度，那么其他资金充足的市场参与者，比如资产管理公司，会不会填补这个空缺呢？我个人认为不会，事实上我认为如果其他市场参与者这样做，那反而是一种错误的行为。我们的目标并不是要重新创造《巴塞尔协议III》出台之前市场上存在的流动性假象。相反，我认为整个市场都需要发展，所有市场参与者都应该努力适应一个新的世界，在这个世界中，流动性不再是理所当然的事，流动性提供者也应在定价过程中获得应有的补偿。

大型资产管理公司是否是系统性风险的来源

对这个问题，我的答案还是否定的。虽然我必须承认，大型资产管理公司的某些行为和产品确实导致了系统性风险的产生。

首先必须强调，资产管理公司和资产管理活动（或资产管理产品）是两个不同的概念。下面我将解释，系统性风险主要是由后者造成的。

在全球金融市场上，大部分金融资产是由资产所有者管理的，而不是由资产管理公司管理的。在很大程度上，资产管理公司不过是执行资产所有者的指令而已。

资产管理公司本身只产生了很小的信贷和交易对手风险，具体原因如下：

资产管理公司的资产负债表比银行的资产负债表规模要小得多，而且资产管理公司的资产负债表通常不会嵌入重要的杠杆。

即使资产管理公司突然消失（不管是因为破产还是因为经理人不幸被闪电击中），也不会产生很大的交易对手风险，因为资产管理公司并不对其所管理的资产拥有所有权（这些资产在托管方手中）。此外，资产管理公司也并不会用自己的账户交易证券，他们只是以受托方的身份代表客户进行交易。

另一个重要的问题是：大型资产管理公司是否会成为羊群效应的一个来源，或者是否会以其他方式导致资产估值的大幅波动？

要回答这个问题，我们还是必须考虑规模的因素：

即使是最大规模的资产管理公司，其手中的受托资产也只占全球金融资产很小的份额（2%—3%）。全球金融资产的绝大部分是由资产所有者自行管理（2/3—3/4，不同的估计来源给出了不同的答案）。

通常，大型资产管理公司手中的受托资产会被分散到多个独立投资策略之下。这些投资策略之间的关联性并不比不同资产管理公司的投资策略之间的关联性要大。

当然，在某些市场中，某些基金可能会占有很大的头寸，但资产管理公司必须遵守一些限制其敞口规模的条例（其中有些条例是资产管理公司自己制定的，另一些则是资产所有者给出的规定）。此外，各种交易平台也会针对过分密集的敞口给出暂时性的限制条例。因此，我觉得实际上并不存在所谓“小塘大鱼”效应，在这方面资产管理公司并不对金融系统构成巨大的风险。

此外，还有一个未获得充分重视的事实，那就是对一个大型资产管理公司而言，通常对旗下各基金的资产分配是相对固定的，至少在资产类别间的分配是相对固定的，这一现象的成因有以下几点：

第一，资产管理公司的很大一部分财产是用被动方式管理的。也就是说，这些资产只是用来追踪某一市场指数，而并不需要用主动积极的决策方式来管理。因此，只要市场指数不变，公司对这些被动管理的资产实际上采取了反周期投资策略（因为当某一证券的价格下降，公司就必须购买更大数量的该证券，以保持它在投资组合中的权重与市场指数一致）。

第二，对于其余需要积极管理的资产，其中绝大部分也受到资产所有者制定的规则的严格限制，而这些规则通常要求资金以相对固定的比例分散于各种资产类别中。因此，虽然投资经理的决策能够影响某些证券的价格，但他们显然没有能力影响整个资产类别的价格稳定性。而如果不能影响整个资产类别的价格稳定性，就谈不上造成系统性风险。

当然，我们可以设想这样的极端情况：在某些情况下，大型资产管理公司旗下的一只基金或多只基金可能被迫需要大量抛售所持有的证券。这种情况通常发生在客户要求进行大规模赎回的时候，显然对于开放型基金而言，这种情况是可能发生的。

关于这个问题，我们可能有必要回溯一下历史数据。历史数据显示，至少到目前为止，上述赎回风险并没有人们鼓吹得那么严重：

最近奥纬咨询和摩根士丹利的一份报告显示（IMF于2015年4月发布的《全球金融稳定报告》也支持这一结果），在过去20年中，赎回量平均从未超过基金托管资产的5%—6%，即使在市场面临极大压力的时期（包括国际金融危机期间）也是如此。[注]

更重要的是，即使确实发生雪崩式的赎回情况（2014年曾有一家大型资产管理公司经历过类似事件），也并不一定会造成羊群效应及资产抛售的发生。这一判断是基于以下几个原因。

第一，基本上任何基金都具有一定的流动性缓冲机制（包括现金、回购额度、信用透支等）。

第二，在大规模赎回发生时，内部的流动性管理措施（即在诉诸外部市场之前，首先试图在内部将买方和卖方匹配起来的机制）一定会起到一定的缓冲作用，尤其是当头寸规模非常大的时候。

第三，资产所有者完全可以在不发生任何资产出售的情况下更换资产管理者。实际上在机构投资者中，这种现象是十分普遍的，而且他们也可以选择以实物方式而不以现金方式赎回他们的股份。

最后一点（和上文IMF的分析报告无关），我认为除非对某个特定资产管理经理的信誉有所怀疑，否则就大型赎回事件对市场产生的影响而言，大型资产管理公司将受托资产以共同基金的方式集中起来，并不会比一个完全分散的竞争市场产生的风险更大。相比让资产管理公司对资产进行集中管理，如果所有个体资产所有者在得知负面的经济消息后用他们自己智能手机上的App（手机应用程序）直接对他们的资产进行管理，难道这种分散式的管理方式就会导致较小规模的资产抛售吗？我认为显然不会。至少从理论上看，共同基金管理经理的专业素养，以及资产管理公司内部制定的市场和流动性缓冲机制，都应该能够在危机情况下减小某一特定资产分类中出现集中抛售现象的概率。

总之，我认为杠杆程度不高的资产管理公司，即使规模很大，也不是系统流动性风险的重要来源。

但同时我们应该警惕，有些开放型基金既承诺向客户提供很高的流动性，又将受托资金投资于流动性较低的资产中，这样的基金确实对市场构成潜在的风险。在过去的各种市场压力事件中，这种风险并未变成现实，这是一个令人放心的现象，但我们不能因此而放松警惕，因为这类基金的规模相对整个市场而言正不断增大，而且如前文所述，市场的流动性情况是不断变化的，目前市场正呈现出流动性不足的趋势。

在系统流动性风险方面，哪些措施可以限制目前已经存在的风险

我认为我基本同意IMF于2015年4月在《全球金融稳定报告》中给出的建议，但我想在此强调以下几点：

1. 目前存在市场结构化问题：有理由鼓励债券发行的进一步标准化，以及鼓励电子交易平台的发展。

对共同基金的监管可能应将重点放在大规模赎回事件发生时的熔断机制上，比如应设置罚款、门槛、股票定价机制等，将大规模赎回的成本内在化。同时还应设计更强的激励机制，鼓励投资者投资不需要减少资金规模就可退出的投资机会，如交易所交易基金（ETFs）或封闭式基金。当交易所交易基金的投资者想要退出时，只需要将他们所持有的股份在二级市场上出售即可，而封闭式基金的投资者只有在有人愿意接手的情况下才有机会出手他们手中的股份。

2. 在我看来，更重要的是，市场监管者和风险管理者都应该在制定监管措施的时候考虑到目前市场波动率较高（集中交易）的特点，尤其

要注意在压力事件发生时不能被视为安全资产的资产类别。这样的措施可能会在短期内导致投资回报率的下降，但长期来看，只会产生更高的风险调整投资回报率。在这样的精神下，我完全支持对基金进行压力测试的措施，目前，欧洲证券及市场监管局和美国证券交易委员会都已经宣布推行压力测试措施。

3.虽然针对资产管理公司的监督机构已经建立了较为完善的消费者保障机制，但应对相关条款进行进一步完善，强调金融稳定性这一重点。这件事说起来比做起来容易很多，因为虽然上述两个重点（消费者保障和维持金融稳定性）在效果上是相辅相成的（因为消费者受到的保障越全面，就越不容易发生挤兑行为），却面临着截然不同的挑战和问题：因为证券管理者很难理解金融稳定性问题的本质，而银行管理者（目前正致力于解决金融稳定性问题）很难理解资产管理公司的经营方式。虽然情况已经获得了很大的改善，但因为我本人在两方面都有工作经验，我理解这一进程面临着巨大的挑战，尽管如此，这仍然是我们目前必须解决的最关键问题。

---

1. .参见Markus Brunnermeier, “Liquidity Illusion and Segmentation,”presen- tation at the Stanford Conference, “Financial Market Adaptation to Regulation and Monetary Policy,”Palo Alto, March 20, 2015, https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/Brunnermeier%2C%20Markus%20-%202015a%20Liquidity%20 Stanford.pdf。
2. .参见International Monetary Fund, “The Asset Management Industry and Financial Stability,”in*Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks*, Global Financial Stability Report, IMF, April 2015, http://www.imf.org/ external/pubs/ft/gfsr/2015/01/。
3. .参见Oliver Wyman/Morgan Stanley, “Liquidity Conundrum: Shifting Risks, What It Means,”BluePaper,March19,2015,http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/mar/2015_Wholesale_Investment_Banking_Outlook.pdf。

8
影子银行：系统性风险的一个来源

罗伯特•E. 鲁宾 美国财政部前部长

我知道，本小组中的其他成员都是在央行问题上经验丰富且深受尊敬的专家。在本文中，我将以从业者的身份表达我对相关问题的看法。我的看法主要基于我在高盛集团工作的经验。在高盛，我一开始负责管理公司的部分交易和套利行为，后来负责全部交易和套利业务。除了在高盛的工作经验以外，我还曾在克林顿政府中任职。目前我的工作主要是向多家投资机构提供建议，并持续参与关于国家政策的对话。在本文中我将主要讨论以下三个问题：一是市场过剩的可能性，二是未来市场及金融不稳定情况再次发生的可能性，三是影子银行系统所带来的系统性风险。此外，还有一些其他问题也是我感兴趣的，但由于时间问题，在此无法进行详细的讨论，但我仍会在本文中将其列出。如下问题在我的头脑中萦绕不去，因为我认为对任何参与投资或政策制定的人来说，这些问题都是重要的。

1.大幅扩大美联储资产负债规模导致的对货币政策的风险。有一种论调认为：只要提高超额储备金的利率，或者使用储备金回购工具，就可以起到收紧性效果，避免上述风险的发生。我把这种论调称为“魔棒说”，我认为这种说法是完全错误的。

2.利用计量经济学模型预测未来经济情况和政策效果时所面临的巨大限制。

3.一个重要而艰巨的问题：鉴于目前美国、欧元区、日本以及世界

其他国家政府对财政和结构性问题处置失当，再加上扩张性的货币政策，这些因素共同作用，究竟会对美国及世界其他地方未来的汇率及其他金融经济状况产生怎样的影响？

在列出了上述问题之后，现在让我们回头讨论上文所述的三个重点问题，首先我们来讨论市场过剩问题。我想各位小组成员可能都同意如下判断：近年来由于美国国债的利率走低，投资者们试图在风险曲线上追求高收益率。我认为，美国实施的第二轮和第三轮量化宽松政策对利率的影响有限，因此美国国债利率长期走低的现象是上述两项政策之外的多种因素共同造成的。同时我认为，第二轮和第三轮量化宽松政策（特别是第三轮）强化了投资者对高收益的追求，因为这两轮政策传递了美联储有能力并有意愿继续保持低利率的信号，从而增加了投资者的安全感。

投资者对高收益率的极致追求是否在事实上导致了市场过剩现象的出现，我个人无法判断。但这种可能性很大。目前我们看到，美国的各大股指几乎达到了历史最高值，低契约程度甚至无契约条款的借贷再次复苏，固定收益的交易所交易基金大幅上升，欧元区问题国家国债的风险调整收益率水平令我无法理解。这些现象似乎都指向市场过剩的结论。而如果市场过剩现象确实存在，这种现象必然会在未来某个不可预测的时间点引发危机。

然而，即使（相较于长期基本面信息而言）市场目前并没有发生大规模的过剩现象，市场在未来也会周期性和不可预测地产生过剩现象。在我看来，市场的短期表现主要是一个心理学现象，人类恐惧和贪婪的本能交替作用，导致了市场的短期震荡。而长期来看，市场是由平均的基本面信息决定的。从历史上来看，以市场为基础的金融系统几百年来一直反复出现周期性的过剩和下行反弹，市场过剩之后最终都会下跌回落，这就像悬在空中的球一定会落地一样，是一条颠扑不破的规律。目前我看不到任何原因能改变人类历史，使以市场为基础的金融系统的规

律发生改变。因此，我认为未来发生周期性市场及金融系统不稳定现象的可能性极高，而且危机出现的时间点是不可预测的。

更重要的是，未来金融不稳定现象可能发生（从规律上来讲是一定会发生）的地点也是不可预测的。1970年，因为没有预见到宾夕法尼亚—纽约中央运输公司的突然破产，高盛公司面临差点毁灭的境地。之后我们设立了一些监管度量措施，来预防类似情况对高盛造成毁灭性的打击。但是，我从未忘记我们的高级合伙人约翰·怀特黑德的名言："我们的防范措施也许能够防止这种类型的危机再次出现，但别的危机一定会从其他完全不可预见的地方冒出来，而且可以确信的是，未来永远会有危机发生。"如果我们检视以市场为基础的金融系统的历史，就会发现怀特黑德的说法很好地描述了现实的情况。

我认为，只要我们仍然采用以市场为基础的金融系统，任何监管措施都不可能防止市场过剩现象的发生，市场周期性现象及金融周期性现象会永远存在，对这一点任何监管措施都无能为力。但是，我认为监管措施可以且应该试图降低市场过剩现象发生的概率，以及降低市场过剩的严重程度，当危机发生时，监管措施应该能够保护市场和经济体，减少它们受破坏的程度，比如通过限制金融机构的杠杆程度，我们可以降低金融系统对危机的敏感度和脆弱性。

一般认为，针对上次金融危机而进行的监管改革（比如，消费者金融保护局的成立，对衍生工具的更严格监管，以及资本金要求的提高）应该已经在很大程度上在银行业达到了上述目的，唯一的问题是所谓"大而不倒"问题。我个人认为，当出现系统性危机的时候，任何目前已经采取或已经提出的方法都无法解决这一重大问题。

最近，对影子银行系统的关注正在不断上升，因此接下来我将讨论影子银行系统的问题。影子银行系统的存在由来已久，但是最新的趋势是，很多本来属于传统银行的功能正在迅速和大规模地转向影子银行系统，对银行业约束的加强和科技的高速发展共同催化了上述趋势。

比如，传统上市场的流动性很大部分靠做市机构提供，做市机构围绕做市活动构建的头寸来建立仓位获取利润。由于现在银行已经不能进行自营性交易，而做市活动和自营性交易之间的区别又很难界定，银行的做市行为目前大幅减少，市场流动性也因此减少。现在，不仅做市功能日益从传统银行流向多种其他交易平台（包括广义的对冲基金），为一级市场证券发行提供所需资本的功能也在转向其他平台。

同样，资本金要求的提高导致银行放弃了很多中小型规模的贷款发放机会。除了这样的监管措施，技术的发展也导致非银行机构（包括私募股权基金和其他为信贷目的设立的金融机构）信贷规模的迅速扩张，大数据技术的存在使得信用评估变得更为容易，债权人与借款人之间的联系也变得更加容易。

更广泛地说，影子银行系统包括一系列的机构、资产分类以及金融活动，所有这些都在以很快的速度增长。世界似乎正面临着大量的潜在系统性风险。下面请允许我举三个简单的例子。如果金融资产出现了市场过剩，或迟或早，这些资产的价格一定会出现不稳定的情况。对冲基金经理和其他资产管理经理由于十分在意短期业绩表现，此时可能会集中大量抛售这些资产。有时他们甚至会集中抛售高质量的资产，以达到提高流动性的目的。这类集中抛售行为可能会引发整个金融市场的危机。值得注意的是，虽然我们都知道杠杆程度越高，抛售资产的压力就越大，但上述情况在杠杆程度较低的情况下依然会发生。

另一个例子是固定收益的交易所交易基金规模的大幅上升。这类基金保证随时向投资者提供流动性，但这些资金所持有的资产在严重市场压力下却未必能被合理有序地出售。因此，投资者的大量集中赎回行为可能导致市场上的资产被大幅抛售，从而导致市场不稳定现象的发生。此外我还想再举一个例子，目前各类监管机构对衍生工具采取了很多新的监管政策，虽然我不否认这些政策可能会起到一定的效果，但我相信它们无法触及问题的核心。我们的市场上存在大量未到期的衍生工具。

在正常情况下，这不会出什么问题。但是当市场面临压力考验，衍生工具之间的相关性会导致各种无法预期的情况发生，很多市场参与者会发现，他们所面临的风险与他们想象的很不一致，各方面的加乘效应远远高于他们预期的水平。这样的现象会对市场和经济造成巨大的压力，同时产生不可预见的交易对手信贷失灵状况。我在2003年出版的一本书中，曾建议对所有衍生工具使用者大幅提高保证金要求和资本金要求。我的这一看法来自我在高盛的工作经验。我现在仍然认为上述举措可以有效地减少衍生工具的使用，提高风险缓冲的程度，并对系统性风险给市场造成的冲击起到保护作用。

如果要求我列出影子银行系统中所有造成系统性风险的资本类别、机构类型以及活动类型，我相信我可以没完没了地一直列举下去。更重要的是，这些情况并不只局限于美国国内。今天，世界金融系统具有高度的关联性，风险和危机可以瞬间传播。因此，世界任何地方的影子银行所造成的系统性风险都可以快速而严重地影响我们的金融市场。

要从政策制定的角度解决影子银行所造成的系统性风险问题，宏观审慎监管政策是一个我们可以考虑的工具。对影子银行的监管虽然在细节上可能与对银行业的监管有很大的不同，但我认为这两者在概念上是高度统一的。但是，虽然监管机构已经为监控影子银行的风险做出了巨大的努力，但是在很大程度上我认为我们仍然面临着巨大的挑战。我认为，要建立针对影子银行的有意义的宏观审慎监管措施，我们必须迎战三个非常复杂、耗时的挑战：

1.对影子银行进行系统全面的分类：包括对资产类别、机构类别以及活动类别的分类整理。目前，据我所知，没有人完全了解影子银行到底包括哪些方面，也没有人能够全面地评估影子银行所造成的系统性风险。这项任务包含着大量的不确定性和模糊性。此外，虽然这项任务可能需要由美国独自承担，但在未来某一时刻，也许我们也应该对世界其他地方重要的影子银行进行评估和分析。

2.我们需要发展一系列工具来解决影子银行可能产生的系统性风险。我们的工具箱中可以包括（我在此只是举出一些例子，而并非提出正式的建议）资本变化、保证金要求、杠杆限制、头寸限制、集中度限制以及其他针对特定的影子银行问题度身定做的措施。上述这些工具肯定都是不完美的，首先，因为影子银行涉及很多方面，每一方面都具有高度的复杂性，其次，因为在系统性压力下监管政策究竟会产生怎样的效果也是一个复杂的问题。从监管的角度说，虽然资产分类和机构分类也十分重要，但我认为对金融活动的分类可能尤其需要重视，因为即使在健康状况良好的机构中，也可能发生造成系统性风险的金融活动，如果对这些活动坐视不管，就会使金融系统面临重大的麻烦。比如，一家大型资产管理机构可能有足够的能力应对较大的外界冲击，但这一资产管理机构内部进行的活动，如对衍生工具、对冲基金、交易所交易基金或者货币市场基金的交易活动，都可能在压力状况下触发和加剧金融系统的严重风险。

3.在上述两项任务完成之后，我们还需要设计出一套有效的实施和合作计划，以保证宏观审慎监管政策的真正到位。因为美国存在大量的监管机构，而联邦稳定性监管委员会的权力又十分有限，所以这个挑战是非常艰巨的。如果我们要把美国之外的影子银行也列入考虑，那么这一挑战还会变得更加严峻。

从理论上说，美国财政部下属的金融研究办公室有能力进行上述研究。但是从现实的角度看，我们还需要更广泛的资源，其他监管机构尤其是美联储的参与也非常重要。也许，促成这一计划实施的先决条件是，我们首先必须认识到进行上述研究的必要性，然后可以由金融稳定性监管委员会牵头制订合作计划，在此指导下展开上述研究。当然，我怀疑这一任务说起来比做起来容易很多。

尽管如此，我们应该把上述三大任务的每一项都细分为更小的任务计划，这样我们才可以并行推进不同领域的研究工作。需要指出的是，

即使我们最终设计出了强有力的监管措施，也不可能对我们的金融系统提供完美的保护，因为市场永远存在着不确定性和不可预见性。影子银行所涉及的范围极广，以上任何一个步骤都包含着极强的复杂性，而且在计划的实施过程中会不可避免地出现一些事前无法预料的情况。

因此，虽然很多人持有和我相反的观点，虽然市场过剩现象和泡沫的发生事先没有办法获得完全的确认和定位，但我认为美联储在制定货币政策的时候应该将系统性风险列入考虑。当然这并不意味着美联储应该扩展目前两个官方的货币政策目标（控制通胀和保持充分就业），我只是建议美联储将系统性风险因素列入考虑。

最后，我还想强调一个重点：所有关于市场和金融系统的判断都是和概率有关的。斯坦费舍尔曾对我说，虽然所有负责任的决策者都知道这一事实，但大部分人没法真的用概率的思维来决定问题，更没法把概率的思维方式付诸实践。更重要的是，当我们对市场、政策反应以及其他相关问题进行概率判断的时候，我们应该牢记一点，那就是所有这些判断都带有极大的不确定性，而在我们的决策过程中，应该充分权衡这种不确定性的存在。因此，在我们建立监管机制并进行成本效益核算的时候，我们应该意识到，在压力状况下，实际结果可能与我们预测的最有可能的结果存在显著的差距，甚至可能完全超出我们预测的范围。对影子银行的有效监管是必要的，但同时也是一个复杂的挑战。

宏观审慎监管政策：证据搜集

9
宏观审慎监管政策体系：定义与体制方面的启示

保罗·塔克 英国央行前副行长

在20世纪90年代央行独立测度的潮流兴起之前，决策者和经济学家曾花了几十年的时间辩论货币机构的最佳设计形式。现在，我们必须将目光投向一种崭新的机构设计挑战，那就是所谓的“宏观审慎监管机制”的设计。即使是批评质疑该体系的人也必须承认，这是一个重要的发展方向，因为不管这么做是对是错，目前这类机制已经在世界各地如雨后春笋般涌现。

究竟什么是“宏观审慎”？对于这一问题，目前尚没有统一的答案。大部分时候，人们都把宏观审慎监管机制当作金融稳定性政策的同义词来使用。那我们为什么要用两个不同的词来指代同一种东西呢？我认为IMF、国际清算银行和金融稳定委员会有必要联合给出“宏观审慎”的官方定义，以保证这一词汇的正确使用。

宏观审慎监管政策的定义

我个人是这样定义宏观审慎监管政策的：宏观审慎监管政策是一个体系，在这一体系下，决策者可以动态地调节监管的参数，以保证金融系统的抗危机能力处于合理的水平。

在这样的情形下，政策工具（包括对企业、基金的要求，规则中设定的结构、管理条例以及国际协定）并不是完全静态的。这些政策工具也不是根据时间而变化的，它们是根据情况变化的，当金融系统的稳定性受到了威胁，这些工具就会做出相应的调整。这些政策工具不会发生太大的波动，整个监管体系的设计和校准越是合理，做出改变的必要性就越小。但在必需的情况下，系统可以被调整，以保持金融系统的弹性。

因此，从目的的角度看（该体系的目的是保持金融系统的弹性），这并不是一个旨在对信贷周期进行微调的体系。对信贷周期进行微调是一个野心过大的、不现实的任务。我们很难说清楚，暂时性地提高对银行的资本金要求在短期内到底会收紧还是放松信贷的供给。任何宏观审慎监管政策行为都会泄露当局对目前金融系统情况的看法。这一点与货币政策不同，货币政策所运用的数据都是经济体中公开的数据，而宏观审慎监管政策的决策者则拥有许多非公开信息，比如特定金融机构的抗压能力，以及各金融机构之间的相关程度等。当决策者做出与市场预期不同的行为，市场会解读这一行为，比如市场参与者可能认为此举意味着决策者对目前的状况十分担忧。在这样的情况下，信贷状况可能会因此收紧，因为市场参与者根据这一新的信息判断，目前监管者采取的措施还不足以抵消风险。相反，如果市场比监管者更早发现系统稳定性受到威胁，那么当决策者终于做出行动的时候，市场压力减轻，从而导致信贷状况的放松。当然，在这两种情况之间还存在很多其他的情况。注

因此，我建议，宏观审慎监管措施的重点不应该是对信贷状况的积极管理，而应该以保持金融系统的合理稳定为目标。这样做可以起到抓大放小的效果。信贷周期之所以会产生极大的社会成本，是因为当泡沫破裂时，金融系统会陷入瘫痪，从而无法向经济体提供必要的金融服务。决策者应该防止未来再次发生这种天花板坍塌的现象，这是一个难度很大但至关重要的任务。从整体来看，权威部门向市场传达出未来金融状况会恶化的信息，反而可以对天花板起到加固作用。

丰富“宏观审慎监管政策”的概念

为了保持金融系统的弹性处在一个合理的水平上，我们需要根据情况动态地调整各项监管参数。我们应该如何理解这种动态调整的机制呢？实际上，有三件隐含的事实需要在这里说得清楚透彻一些。

第一，我假设，对于金融系统到底应该能抗击多大的危机，社会设定了一个可接受的水平。社会是否希望金融系统能够抗拒100万年一遇的金融风暴？或者只要求金融系统能抗击1 000年一遇甚至150年一遇的金融风暴？事实似乎说明，北美或欧洲的公众对金融系统能抗击70年一遇的金融风暴（从1920年至20世纪30年代的大萧条，到2007—2009年的金融危机，中间大约经历了70年的时间）这一水平并不满意。但是，我相信公众不至于要求我们的金融系统在未来500万年内都不发生危机，因为要做到这一点估计需要禁止所有的金融活动。

第二，我们假设宏观审慎监管机构了解金融系统的风险敞口及各金融机构之间的关联性，并且掌握这些信息的总体情况（即模型）。监管机构应该使用上述信息来判断可能发生的外在冲击（导致违约和交易损失的猛烈上升）会对系统的可靠性产生怎样的影响，并判断系统的实际可靠性是否低于合理的水平。当然，监管部门所掌握的模型不可能完美地反映金融系统的结构，这一模型一定会有或大或小的漏洞存在，因此应时刻对其进行检查和修改。

宏观审慎监管体系隐含的第三个问题是整个世界的风险。抽象地说，它指的是一种潜在的随机过程，这个随机过程会导致金融机构遭受意料之外的损失，而金融机构所遭受的第一轮损失会进一步传播到企业、基金乃至整个市场。这个随机过程到底是怎样的呢？

总的说来，我们可以认为金融系统所面对的风险随机过程在任何时候都处于以下三种状态之一：正常、繁荣、萧条。如果认可这一模型，

那么我们就面对一个重要的政策问题：我们是否应该把基础的监管要求（比如最低资本金要求，衍生品交易的最低抵押要求等）调节到令系统保持繁荣状态的水平（不要忘记，监管体系要达到的目标是保持金融系统的安全和健康）？一般来说，我们不支持这种做法，主要是因为我们缺乏必要的知识并且面临着不确定性。我们对金融系统各种特征的了解不充分，因此，如果我们把监管参数调成以“繁荣”状态为目标的话，我们不清楚这样会对信贷的供给及其他金融服务的情况产生怎样的影响。这是反对上述做法的关键论点。而所谓的“审慎”政策就是要求政策管理者认识到自己知识的局限性，从而愿意后退一步，将上述基础监管体系调节到以“正常”状态为目标。这种谨慎的态度也许根本就是一个错误，但这是2007—2009年金融危机之后国内外决策者们共同的选择。

一旦我们将参数调整为以“正常”风险过程为目标，我们就知道，当现实世界进入“繁荣”模式的时候，这些管理要求的力度是不够的。在这样的情况下，为了确保金融系统的弹性达到合理的水平，各项监管要求（比如资本金要求、保证金要求、垫头要求等）就必须进行相应的调整。同样，如果金融系统的结构发生了改变，导致危机第一轮损失传播的速度和程度增加，那么我们也需要重新调节核心的监管参数。参数的调整可能只是一种临时性的措施，但在根本性措施出台之前，我们需要依靠参数调节的方法来起到临时的调控作用。

需要澄清的一点是，调节监管系统的参数并不改变整个监管体系的目标，监管体系的目标一直是不变的：把金融系统抗击风险的弹性保持在合理水平上。

一个比喻

在这里我们有必要打个比方。在克努特·维克塞尔的模型框架下，大部分货币管理机构认为它们的任务是调节政策利率，以保证在外界冲

击影响总需求或总供给的时候，实际短期利率（r）能够与短期均衡实际利率的估值（r*）相一致。同样，宏观审慎监管政策的任务是调节对金融中介的资本金要求（K），使其大致等于保持金融系统良好的弹性所需的最优资本金要求（K*）。

当然，这个比喻在很多方面都是不完美的。首先，这个比喻并不代表我们应该频繁使用宏观审慎监管政策，也不代表我们应该频繁地改变政策参数。和r*不同，K*并不完全由市场决定，它还反映出整个体系的管理目标，即金融系统到底应该具有多大的弹性。K也不是监管体系的唯一工具，因为杠杆状况并不是度量金融系统弹性的唯一指标。我之所以使用这个比喻，是为了形象地解释对管理工具的动态调整这一概念。这种动态调整的目标是把外界状况对金融系统稳定性造成的威胁“中立化”。

我们应该注意到，对宏观审慎监管政策目标的上述解读，与如今流行的关于宏观审慎监管政策有效性的争论有一定关系。一般我们首先会问，在一系列政策工具之中（比如收紧资本金要求、提高贷款与资产价值的比例或者实行其他监管性限制），究竟哪种工具对信贷增长率或资产价格的影响最大或最快呢？正如我们已经讨论过的那样，如果我们无法用模型来衡量事件发生之前市场和监管部门之间信息不对称的程度，我们就无法回答这个问题。

相反，如果宏观审慎监管政策采取本文所建议的政策目标，那么对该政策有效性的评估就会变得相对简单。在保持资产负债表情况不变的前提下，如果监管部门要求核心机构将他们的有形普通股权益资本提高10%，那么大体上来说，他们对风险的抗击能力也会相应提高10%。虽然宏观审慎监管政策的干预会泄露关于系统所面临的潜在威胁的信息，从而对风险的价值产生某种程度的影响，但这并不会导致系统变得脆弱。

宏观审慎监管决策者所面临的真正挑战，是必须判断出应该在何种

程度上使用监管杠杆，以保持金融系统的抗压能力处于合理水平。这也说明了如何选择基础监管要求的重要性。常态下的基础监管措施越严格，日后决策者需要短期收紧监管要求的可能性就越小。但是不管我们把这些标准设定得多严格，最终都会出现足够严重的情况，要求我们必须提高监管要求，如果永远保持监管体系的静止，就不可避免地会导致危机的来临。

宏观审慎监管体系的设计

通过上文对宏观审慎监管体系的目标及其运行方式的讨论，我们可以得出在宏观审慎监管体系的设计中要注意以下几个要点。

宏观审慎监管政策体系的范围

首先必须强调，虽然在上文中我一直以银行业的情况作为核心例子，但宏观审慎监管政策并不只包括对银行业的监管。宏观审慎监管政策的目标并不只是保持法理意义上银行系统的稳定性。在整个金融系统中，监管套利现象普遍存在。而整个行业的状况也是不断变化的。

如果监管部门仅仅着眼于保持银行系统的弹性，那么系统性风险将不可避免地转移到其他地方，如影子银行和金融系统的其他方面。基于这样的原因，宏观审慎监管体系的监管范围必须设定得更广。

既然宏观审慎监管体系不能只监管银行系统，那么它的监管权限就必须触及金融系统中传统上由证券监管者管理的部分。因此，我们要么需要对证券管理机构的管理理念进行改革，要么必须改变整个监管体系的结构，让单一监管机构对整个金融系统拥有宏观审慎监管体系的管辖权。

规则及受约束的相机抉择

既然宏观审慎监管系统需要根据实际情况做出对政策参数的调整，那就不可能事先制定详细的书面规章，并接受第三方对书面规章的详细测评和咨询（在美国这种政策制定方式称为“通知和评价”方式）。如果任何暂时性的政策参数调整都需要经历上述咨询评估过程，那么当这些调整获得批准时，恐怕已经错过了最佳的实施时段。因此，宏观审慎监管政策的制定者必须拥有一定程度的相机抉择权，当然，该权力需要受到必要的限制，以保证获得社会大众的认可。

可信的承诺：决策者应具有政策工具选择方面的独立性，但不应具有政策目标的独立性

宏观审慎监管政策必须对社会做出可靠的承诺。在经济繁荣时期，动态调节体系的监管参数以增强金融系统的弹性，这种行为很难获得公众的支持。如果把这些政策工具交到政客的手中，他们很可能拒绝使用这些工具，因为即使他们明白监管的良好目的，他们同时也清楚信贷和资产价格的暂时繁荣能够取悦选民，从而增加自己连任的机会。

这里涉及一个关于时间一致性的问题：作为社会计划者，在偏好不变的情况下，是否应该为了提高某一时段的社会福利而背离对整个社会的长期福利而言最优的行动方针？

上述可靠承诺的问题要求宏观审慎监管政策的权限必须握在独立机构手中，而不能受到日常政治因素的影响。这个独立机构可以但不一定是央行。接下来我将继续讨论这个问题。

不管最终的决策者是谁，他们都必须拥有足够的权限。如果宏观审慎监管机构拥有民主方面的立法权，那么就会造成制度设计方面的某些限制。

和几十年来关于货币政策的争论相似，政策的目标不应由独立的决策者自行决定，因为他们并非由选举产生。政策的目标必须由选举产生的代表决定，并且事先应经过充分的公众讨论。在这里，我们所说的目标并不只是当选的代表口头上提出的空洞的目标，如"保持金融系统稳定性"。政策目标必须是具体的，民选的代表必须制定或批准金融系统弹性标准的具体指标。

上述任务并不简单。因为这就意味着我们必须让政客回答一个他们并不想回答的问题，即你对金融危机的承受能力究竟有多大？要制定针对银行和其他金融机构的最低资本金要求，就必须首先确定它们对金融危机的承受程度，所谓金融系统的弹性，实际上正是对金融危机发生频率和严重性的接受能力。

考虑到系统中各部分的差异，上述隐含标准必须在最广泛的意义上被应用到系统的其他部分。具体的步骤如下：考虑到板块X的风险对整个系统的影响，我们需要实施怎样的监管要求，来保证板块X导致危机爆发的可能性小于银行业导致危机的可能性？要回答这个问题，就需要对以下各项指标做出假设：包括各板块的结构，各板块对风险的承受能力，以及如果该板块不能提供核心金融服务会导致的广泛系统后果。技术专家和研究者必须寻找有效的方式，与当选的决策者就上述问题进行具体的讨论。

非第一阶段的分配选择

当宏观审慎监管政策体系由独立机构代理，而不受日常政治因素的影响，该独立机构就不应有权代替社会进行第一阶的分配选择。这里我们要强调的是"选择"。上述说法并不表明这一政策体系不能产生分配方面的效应。不管在长期看来上述政策体系导致的分配效应是否为零，授予独立机构代理权的政治家事先都应该预测到政策可能产生的分配效应。

如果我们接受上述设计的限制，就会随之产生针对宏观审慎监管体系的一些具体问题。比如，独立监管机构是否有权在不经过正式质询的情况下改变对贷款与价值比率或贷款与收入比例的最高限制？我在政府任职的时候，我的观点和默文·金的观点一致，我们都认为赋予独立监管机构这样的权限有些过分，因为这必然导致承受损失方的某些声音无法得到重视。我认为针对这个问题，一年多前英格兰银行给出了一个较为合理的解决方案（当时我已离职）：随着次级贷款规模的迅速上升，英格兰银行对任何银行投资组合中贷款与价值比率较高的抵押贷款所占的比例进行了限制。换句话说，英格兰银行并没有禁止贷款与价值比率较高的抵押贷款的发行，而是主要着眼于这些抵押贷款对系统弹性的影响。

上面提到的只是政策工具的一种。如果我们想要真正限制独立监管机构不做出较大的影响社会分配的选择，就需要进行很多的研究和工作。在每一项宏观审慎监管工具出台之前，都需要进行公众讨论，决定该政策是否会导致较大的分配选择。如果政策出台前不能由选举产生的代表对新政策的分配效应进行充分辩论，就会对宏观审慎监管体系造成伤害。

多任务央行的设计

最后，上文讨论的所有内容对央行来说意味着什么呢？

显然，将制定宏观审慎监管政策的权力交给央行是一个很合理的选择，但这就意味着央行将成为承担多重任务的监管机构。我们早在几十年前就已经知晓，不管是在理论上还是在实践上，让一所管理机构承担多项任务都会产生很多问题，因为监管机构往往会将精力集中在效果更易被外界公众所见的任务上，而民众最容易观测到效果的政策是货币政策。那么央行究竟该如何处理这种多线程任务的问题呢？

针对这个问题，我有以下几点想说。第一，我认为如果要求央行既承担货币政策的制定任务又负责宏观审慎监管政策的制定任务，那么应该成立两个相对独立的委员会来完成上述任务。这两个委员会的成员任命应该有所交叉，这样才能发挥协同决策的优势。但是在理想的情况下，我认为每个委员会的主要成员都不应同时在另一个委员会任职。

2012年英国确实通过改革做到了上面这一点，现在英国有独立的微观审慎政策制定委员会。在英国的结构性改革措施通过之前，不管是在威斯敏斯特议会还是在其他各界，都曾对下列问题展开过激烈的讨论：为什么我们需要三个独立的委员会？关于这个问题，我的回答是：设立三个独立委员会是为了保证在任何会议进行的时候，参加会议的主要人员都只对这个委员会的任务负责，这样才能保证每次会议都是严肃认真的会议，而不受其他委员会任务的影响和干扰。不管身兼数职的委员们是否会受到其他因素的干扰，都会有只就职于一个委员会的委员保证会议的进行方向，因为这些委员只需要对一个委员会的目标负责。

第二，政策必须系统化，因为只有这样才能保证政策选择的透明度，使政策充分接受公众监督和争论。当央行同时执行双项任务的时候，如果宏观审慎监管政策的制定过程不如货币政策系统化和透明，就会对央行造成伤害。

第二点看起来是一个很严重的问题。长期以来，各方面的监管机构都面临着这样的问题，不仅政策的有效性很难被客观评估，有时候甚至连观察到政策的效果都十分困难。我认为，金融危机后，监管机构通过对企业实施系统性压力测试，已经深刻地改变了上述问题的现状。压力测试之所以具有政治上和经济上的重要性，是因为压力测试每年都要进行，整个过程及测试的结果都是公开透明的。通过压力测试，政治家可以请美联储进入国会，可以请英格兰银行进入威斯敏斯特议会，可以请欧洲央行进入欧盟议会，可以对压力测试提出各种各样的意见和建议，比如参数设定不现实，参数太强或太弱，压力测试的结果似乎没有说服

力等。当然，就像公众和政客总是会对货币政策的制定进行大量的辩论一样，关于压力测试也同样会发生大规模的争论和讨论。

央行应该鼓励关于压力测试的争论。争论、研究和批评意见都能够帮助央行在未来几十年中更好地构建和提高宏观审慎监管体系。

宏观审慎监管政策与货币政策及央行资产负债表经营的关联性

在上文中，我提出了货币决策者和宏观审慎监管决策者协同合作的可能性，但同时他们应该具有相对独立的目标和任务。

杰里米·斯坦曾经指出，由于货币政策可以渗透到经济体的方方面面，影响所有资产的定价，因此在解决金融稳定性问题的时候，我们应该优先使用货币政策工具。我在上文中的建议在一定意义上忽略了货币政策的优先性。需要指出的是，杰里米·斯坦的论述只有在一定前提条件下才能成立，当经济体中存在资本管制，所有交易都用本国货币进行的时候，货币政策确实可以渗透到经济体的方方面面，从而全面影响金融的稳定性。但是如果个人和企业以及其他金融中介机构能够从境外借贷外币（现在世界各地的投资者们多少都可以做到这一点），国内货币政策就不能影响经济的全部方面。在过去50年中，我们一次又一次地看到，外币债务导致了金融不稳定问题的产生。因此，即使社会要求货币政策起到保持金融系统稳定性和抗压能力的要求，货币政策也不可能完全替代宏观审慎监管政策。

如果本文建议的改革措施能够获得实施，那么在宏观经济情况正常化以后，我们就不需要过于频繁地使用货币政策（更广泛的说是央行资产负债表政策）。当金融系统的稳定性受到威胁时，我们可以使用宏观审慎监管政策进行调控，而不需要通过出售央行持有的私营板块证券来

提高信用利差。

当然，宏观审慎监管体系的建立并不会阻止监管机构在严重经济危机发生时对某些市场进行干预。如果货币政策已经达到零利率而不能继续发挥作用，当然可以进行进一步的干预。当然，这又产生了一系列新的问题，比如央行应如何限定货币政策和财政政策的协调。对这个问题，我们在本文中暂不讨论。

---

1. .参见Paul Tucker, “Banking Reform and Macro-prudential Regulation: Implications for Banks’ Capital Structure and Credit Conditions,”以及在以下会议上的发言：SUERF/Bank of Finland Conference, “Banking after Regulatory Reform: Business As Usual,” Helsinki, June 13, 2013, Bank of England, http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/ speech666.pdf。

10
宏观审慎监管政策的工具、限制及其与货币政策的联系

申铉松 国际清算银行经济顾问

本次会议这一环节的主题是："宏观审慎监管政策：证据搜集"，因此我在本文中将着重讨论这方面的证据，但我也将谈及对宏观审慎监管工具所受限制的一些思考，以及宏观审慎监管政策与货币政策之间的关系。

宏观审慎监管政策的主要目的之一是减小金融系统的顺周期效应。宏观审慎监管政策发挥上述作用的渠道是通过影响金融系统内中介机构的资产、债务以及杠杆程度（参见图10–1）。在这方面，宏观审慎监管政策和货币政策之间存在一定的相似性。

比如，货币政策和宏观审慎监管政策都可以通过重新分配支出发生的时间来影响信贷需求，这两种政策既可以推迟支出（即鼓励企业和消费者减少借贷），又可以提前支出（即鼓励企业和消费者增加借贷）。同时，货币政策和宏观审慎监管政策都可以通过影响金融中介的融资成本来影响信贷供给。宏观审慎监管政策的目标是通过限制借款人和金融中介机构的杠杆来减少系统性风险。即使在这方面，宏观审慎监管政策与货币政策的相似度也比人们想象的更高。最近关于货币政策承担风险的渠道的证据说明，货币政策也可以通过影响金融中介的杠杆和风险水平来起作用。[注]

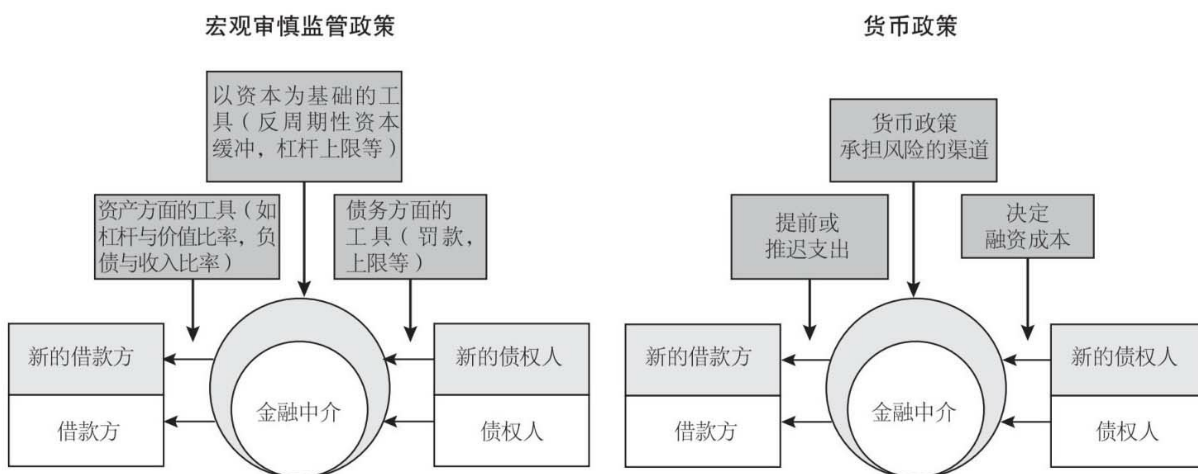


图10–1 宏观审慎监管政策和货币政策的比较

但是，货币政策和宏观审慎监管政策也存在两个重要的区别。

第一个区别是宏观审慎监管政策主要针对特定板块和特定活动。在某种意义上，宏观审慎监管政策和20世纪70年代很多发达经济体采用的直接信贷管理政策具有很高的相似性，当然这些直接信贷管理政策目的是将信贷引向需要的板块，同时控制信贷总量。虽然名称不同，但这两类政策的实质是十分类似的。在很多情况下，宏观审慎监管政策只是一个旧瓶装新酒的概念。相反，货币政策会在更广泛的范围内影响国内金融系统和国外对风险的态度，因此规避货币政策的影响会比规避宏观审慎监管政策的影响更为困难。

但从另一个方面看，货币政策也恰恰因为其影响的广泛性而受到国内国外两方面的限制。国际环境对国内的货币政策有很大的限制作用。这也是货币政策和宏观审慎监管政策的第二个区别。我在国际清算银行的合作者吉米·卡拉纳会对这个问题展开进一步的讨论。总的来说，我要表达的观点是这样的：货币是世界性的，但货币政策却是区域性的，更准确地说，货币政策所适用的目标范围是区域性的。

另一个与之相关的热点问题是：浮动汇率制能否有效地把开放型经济体从国际金融环境中隔离出来。埃莱娜·雷伊最近的研究对这一问题

进行了讨论，目前初步的证据显示这一问题的答案是否定的。

在任何情况下，行动总是比语言更有说服力，从央行实际采取的货币政策来看，似乎有证据说明央行对上述问题的答案也是否定的。图10–2展示了一些这方面的最新证据，这些证据最初出现在鲍里斯·霍夫曼和比利亚纳·波格丹诺娃的研究中。虚线描述的是实际政策利率的平均值，实线描述的是泰勒利率的平均值，而灰色的区域则表示不同版本的泰勒利率估计的上下区间范围。我们可以看出，在2003年之前，央行所选择的实际政策利率和泰勒规则给出的利率非常接近，而在2003年之后，这两个指标则开始出现差异。在2003年以后的大部分时间内，实际政策利率低于泰勒规则给出的利率，在新兴市场经济体中尤其如此。我们可以对图中的现象做这样的解读：如果不受国际金融环境的限制，各国央行应该会选择与泰勒规则建议的利率更接近的利率水平，但是由于对汇率升值的担忧，央行不得不背离泰勒规则的指导，选择更加宽松的货币政策。当然，要证实上述解读还需要进行更多的研究。

从上述例子中我们可以看到，国内的货币政策受到外界环境的限制，正是在这样的背景下，宏观审慎监管政策才能真正体现出它的价值，对新兴市场经济体来说尤其这样。对银行板块来说，以限制非核心债务为目标的政策可能起到缓和顺周期效应的效果，同时限制系统性风险的程度。

另一个值得讨论的问题是：是否只有当货币政策和宏观审慎监管政策同时收紧的时候，才能起到相应的效果？我们是否可以收紧上述两种政策中的一个，同时放松另一个？换句话说，宏观审慎监管政策和货币政策是否必须朝向同一方向（起协同作用）？我们能不能让这两种政策朝向不同的方向（让它们起互相替代作用）呢？

最近的一些关于宏观审慎监管政策的讨论把上述两项政策视为互相替代的关系：在放松货币政策的同时，我们收紧宏观审慎监管政策，以对抗宽松货币政策可能产生的金融不稳定现象。但是，当宏观审慎监管

政策和货币政策朝向相反的方向时，这意味着政府既鼓励企业和个人增加借贷，同时又要求他们减少借贷。至少这两种政策的不同方向也导致了一些压力的产生。

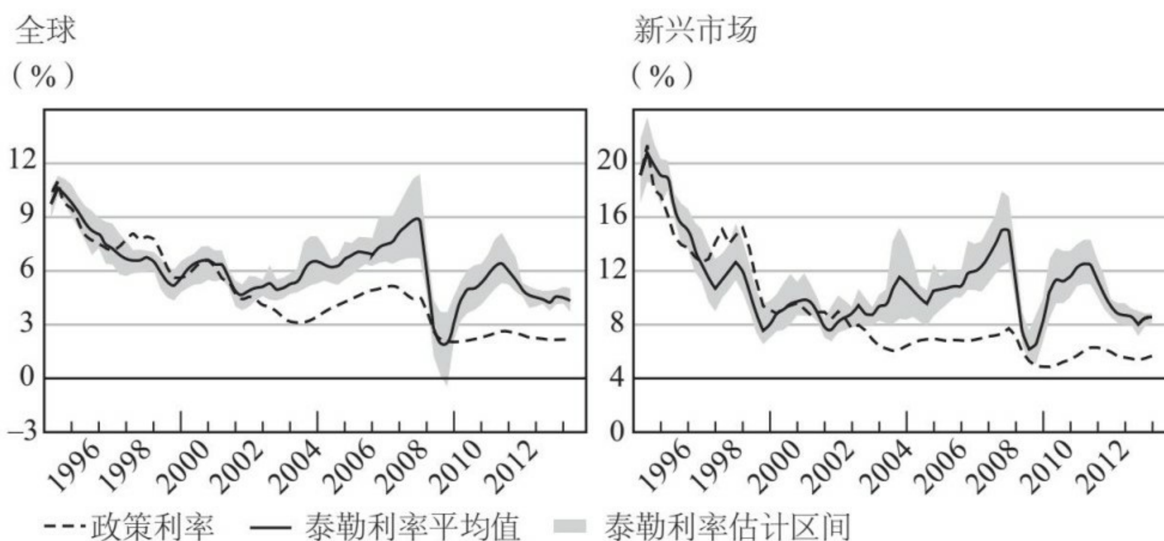


图10–2 政策利率与泰勒规律的比较

注：参见Boris Hofmann and Bilyana Bogdanova, “Taylor Rules and Monetary Policy: A Global ‘Great Deviation’?,” BIS Quarterly Review, September 2012, 37–49, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209f.pdf。

资料来源：IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; national data; 以及作者自己的计算。

初步的研究（包括IMF的研究）显示，货币政策和宏观审慎监管政策都对限制信贷增长有一定的作用，而且这两种政策通常协同作用，而不能起互相替代的作用，虽然两项政策的结果会视外界冲击种类的不同而有所区别。(注)

我曾与瓦伦丁娜·布鲁诺和沈壹赫合作，研究过宏观审慎监管工具在现实中究竟如何被使用的问题。我们的研究发现，宏观审慎监管政策和货币政策通常方向一致。收紧宏观审慎监管政策和收紧货币政策之间呈正相关关系，但相关程度中等，相关系数为0.2（参见表10–1）(注)。两者之间的相关系数较低，说明这两种政策工具之间的协同关系较弱。需要强调的是，即使我们可以说明宏观审慎监管政策和货币政策通常方

向一致，也不能说明这样的组合就是最优的。要想证明这个组合最优，我们必须进行理论化的研究，而且研究的框架必须足够宽泛，同时考虑到各种互相竞争因素的作用。

表10–1 亚洲及太平洋国家经济体政策变化的相关性情况

	政策利率	非利率货币政策度量	房屋抵押贷款的审慎性度量	银行资本流入及外汇敞口审慎性度量
政策利率	1			
非利率货币政策度量	0.221 4	1		
房屋抵押贷款的审慎性度量	0.159 9	0.189 5		
银行资本流入及外汇敞口审慎性度量	0.201 8	0.299 7	0.092 5	1

注：政策利率的变化采用实际政策利率变化。对于其他形式的政策行动，+1表示收紧性政策行为，0表示无变化，－1表示放宽性政策行为。图中显示的是2004—2013年以下国家的季度数据：澳大利亚、中国、印度、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡、泰国。
资料来源：数据来自以下论文的表15：Valentina Bruno, Ilhyock Shim, and Hyun Song Shin, “Comparative Assessment of Macroprudential Policies,” BIS Working Paper 502, Bank for International Settlements, June 2015, http://www.bis.org/publ/work502.htm。

经过上述讨论，我们应该意识到宏观审慎监管政策的成效是有限的。大部分宏观审慎监管工具只针对银行板块，特别是受监管的银行板块。宏观审慎监管政策的设计受到以往金融危机经验的影响。宏观审慎监管政策通常关注的是信贷的增长、杠杆的程度、到期时间的不匹配问题、复杂度问题以及“大而不倒”问题。虽然这些因素都是值得考虑的，但不能由此推断未来的金融危机一定会以同样的机制袭击我们的金融系统。

金融中介机构的特点正不断发生变化，这意味着我们需要不断修正

对金融系统中相关参与者的理解和认识。近年来，长期投资者在金融系统中扮演的角色正变得越来越重要。某些长期投资者的目标是追求收益率，但还有很多长期投资者的目标是对冲其他资产的久期风险，后一类投资者的行为相当于追逐不断消失的回报率，因为在最近几周政府债券的收益率出现了大幅下跌。

今天（2015年4月15日）早晨，德国10年期国债的收益率是13个基点。德国30年期国债收益率下降到53个基点。瑞士10年期国债目前的收益率是负的（–14个基点）。

图10–3展示了欧洲各保险公司所面临的久期缺口，从图中我们可以看出保险公司的债务到期时间通常超过他们的资产到期时间。德国保险公司所面临的久期缺口尤其大。

由于图10–3中显示的资产和债务到期时间不匹配问题，随着长期收益率的下降，债务的有效到期时间下降幅度大于资产的有效到期时间增长幅度。因此想要对冲久期风险的投资者可能继续购买长期债券，但这一行为会导致长期债券收益率的进一步下降。这就像狗追着自己的尾巴一样，推高长期债券的价格只会导致保险公司债务存续期间的进一步延长。

最近长期债券收益率暴跌的现象给我们带来一些思考的空间。不断追逐正在消失的收益率，这种行为不仅导致投资者所承受的风险增加，还会进一步将风险溢价推入负值范围。但其他度量风险溢价的指标（如高收益债券溢价，股票波动率溢价）给出的信息则并不明确。

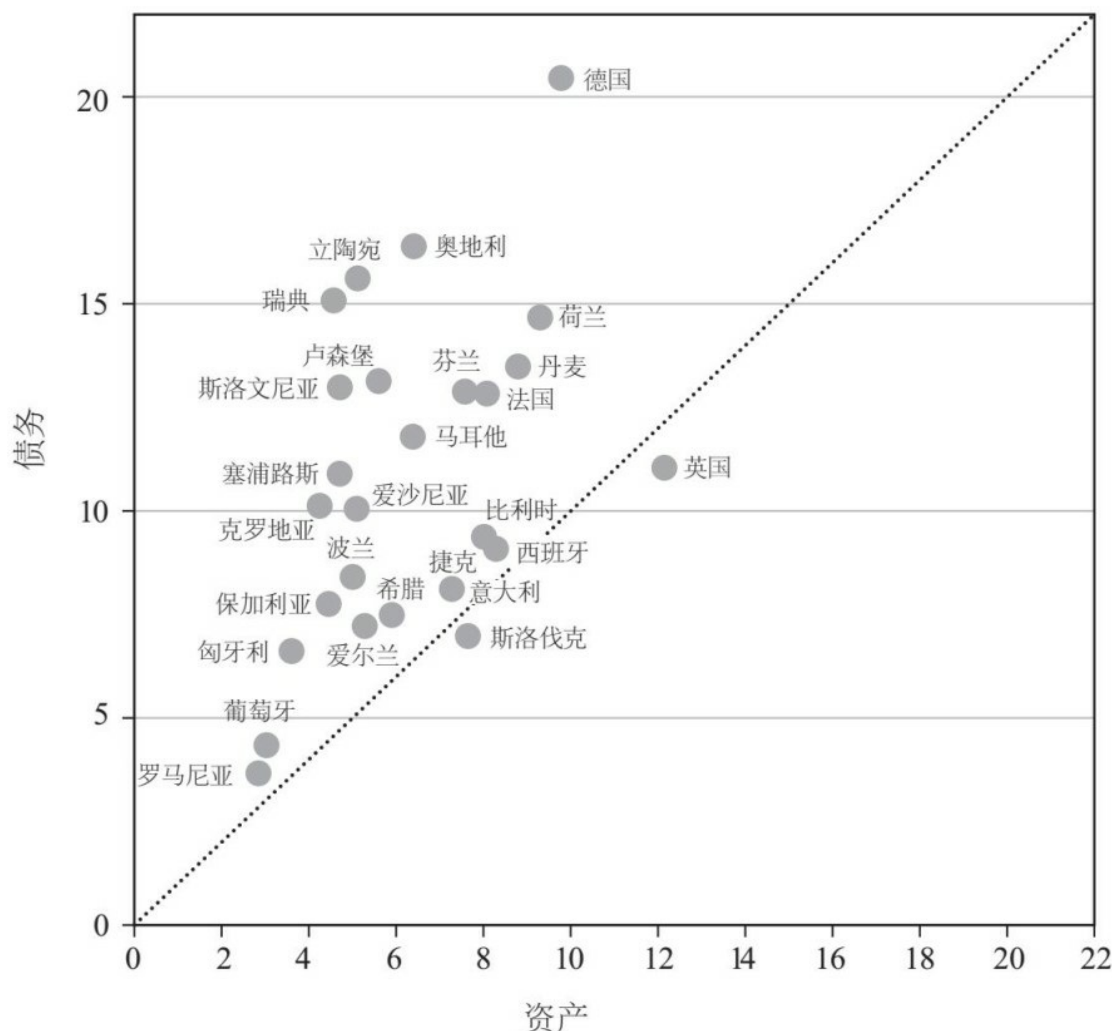


图10–3 欧洲保险公司的资产及债务到期时间

资料来源：欧洲保险及职业基金监管委员会（EIOPA）。

此外，是否存在这样的可能：负的期限溢价并不是繁荣的表现，而是金融系统不稳定的表现？这种负的期限溢价是否说明买方正被迫增加他们的仓位呢？这里我们不禁想起史蒂维·史密斯的诗句：“他不是在向我挥手，而是在因溺水而挣扎。”

这些问题都很值得讨论，因为目前导致长期收益率下降的因素在未来某些时候很可能产生完全相反的作用。一旦收益率开始上升，这些因素可能导致收益率的突然暴涨。目前的期限溢价越是进入负值区域，日后的反弹速度就会越快。

上面提到的这些因素都不受目前实施的宏观审慎监管政策的控制。宏观审慎监管政策主要以银行板块，尤其是受管制的银行板块为监管对象。任何目前已经实施或者尚在构想阶段的宏观审慎监管政策都无法解决长期收益率的反弹风险。这一现象告诉我们，宏观审慎监管政策只是政策工具箱中的一种政策工具。宏观审慎监管政策象征着一种前景、一种思维方式，但它本身并不是万能的。

---

1. . “承担风险的渠道”一词来自Claudio Borio and Haibin Zhu, “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?,”BIS Working Paper 268, Bank for International Settlements, December 2008, http://www.bis.org/publ/work268.pdf。实证研究显示，货币政策方面的冲击是决定金融中介机构杠杆水平的关键因素。参见Valentina Bruno and Hyun Song Shin, “Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy,”*Journal of Monetary Economics* 71 (2015): 119–132。

2. .参见International Monetary Fund,*The Interaction of Monetary and Macro- prudential Policies* (Washington, DC: International Monetary Fund, January 29, 2013), https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf。此外还可参见Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, and Luc Laeven, “Macroprudential Policies: Analysing a New Database,”paper presented at the DNB-EBC conference, “Macroprudential Regulation: From Theory to Implementation,”Amsterdam, January 29–30, 2015; Kenneth Neil Kuttner and Ilyhock Shim, “Can NonInterest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence from a Panel of 57 Economies,”BIS Working Paper 433, Bank for International Settlements, November 2013, http://www.bis.org/publ/work433.pdf; and Ozge Akinci and Jane Olmstead-Rumsey, “How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation,”International Finance Discussion Paper 1136, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, May 2015, http://dx.doi.org/10.17016/ IFDP.2015.1136。

3. .参见Valentina Bruno, Ilhyock Shim, and Hyun Song Shin, “Comparative Assessment of Macroprudential Policies,”BIS Working Paper 502, Bank for International Settlements, June 2015, http://www.bis.org/publ/work502.htm。

11
关于以货币政策维持金融稳定的成本效益分析

拉尔斯·E. O. 斯文森 瑞典央行前副行长

我们是否应该以货币政策作为保持金融稳定的工具？世界清算银行建议货币政策应该采取“逆风向干预策略”，比如，如果房地产价格或个人消费者负债水平急剧上升，就可以利用货币政策来促进和保持金融系统的稳定性，那么这样做是否合理呢？

杰里米·斯坦2013年的研究对上述做法（货币政策采取“逆风向干预策略”以保证金融系统的稳定性）给出了可能是有史以来最有力的支持：“虽然货币政策可能不是达成上述目标的最正确的工具，但货币政策拥有一个其他监督管理措施所没有的优势，那就是货币政策能够影响到金融系统的每一个角落。”

然而，如果我们仔细考虑一下上述说法，我相信大家都会同意，小幅提高政策利率对金融系统每一个角落的影响是十分有限的。如果要对金融系统的每一个角落产生足够的影响，央行可能需要将政策利率大幅调高，而这种做法完全可能扼杀经济。

因此，我认为应该对利用货币政策保持金融稳定的做法进行详细的成本效益分析。如果要改变现行的货币政策任务目标（目前美联储设定的货币政策目标只有两个：保持物价稳定及最大可持续就业率的达成，货币政策的目标并不包括保持金融系统的稳定），我们首先至少要证明这一改变的预期收益大于预期成本。

比如，收紧货币政策可能会限制房地产价格和个人消费者债务的增速。在某些情况下，这可能降低未来金融危机发生的可能性或严重程度。因为金融危机通常会导致通胀率过低及失业率过高的现象，因此从这个角度看收紧货币政策对未来的宏观经济状况有好处。但是收紧货币政策也会导致未来几年通胀率下降，失业率上升，因此收紧货币政策的成本就是未来几年宏观经济状况将会变差（过低的通胀率或过高的失业率）。如果我们想论证收紧货币政策是合理的，那我们就需要证明收紧货币政策的预期收益高于预期成本。如果我们希望政策达到最优的水平，就需要保证预期边际收益等于预期边际成本。

瑞典央行在2010—2011年采取的政策为我们提供了一个很清楚的例子，在这个例子中，瑞典央行因为对个人债务增长的担忧而采取了逆风向干预的政策。斯文森在2010年和2015年的论文（参见斯文森，2010，2015c）中提到，2010年6月，瑞典央行对消费者价格指数预期通胀率的预期低于通胀目标，而且当时的失业率及未来预期失业率都远远高于瑞典央行对长期可持续失业率的估计。(注)尽管如此，瑞典央行仍然将政策利率从2010年6月的0.25个基点提高到2011年7月的2%，因为他们认为房地产价格和个人债务的上升可能产生潜在的风险因素。随着这次利率的快速提升，通货通胀率降到了零以下，远远低于通胀目标，而失业率保持在8%左右的较高水平，远远高于任何对长期可持续失业率的合理预测。即使面对这样的情况，瑞典央行也仅仅采取了缓慢降低政策利率的行为。2012—2013年，瑞典银行缓慢下调政策利率，到2014年夏天，瑞典央行才加快了调低利率的步伐。2015年3月，瑞典央行将政策利率下调至–0.25%。(注)

瑞典央行在2010—2011年显著收紧货币政策之前，并没有对该货币政策对个人债务风险可能产生的影响进行任何分析研究。这是一项典型的“拍脑袋”决定的政策，瑞典央行这么做是因为它认为此举的收益将大于成本，虽然现存的大部分证据都表明政策利率对债务水平以及金融稳定性的影响很小（斯文森，2010）。在之后的2013年7月，瑞典央行出

台了一个框架，该框架也许可以为上述政策提供一定的支持（瑞典央行，2013）。根据这一框架的说法，收紧货币政策可以通过限制个人债务水平来减小未来金融危机发生的可能性及严重度，从而减小危机对宏观经济的负面影响。从这一角度，我们可以说收紧货币政策后几年内对宏观经济的负面影响是我们为了保证未来的宏观经济情况向好而付出的保险金。但是，瑞典央行没有就这一政策的效益和成本公布任何数字和估计，因此没人说得清收紧货币政策究竟是对是错。

但是，2014年年初，瑞典央行对政策利率影响个人实际债务及债务与收入比例的程度发表了估计结果（瑞典央行，2014a）。此外，在瑞典央行定期出版的货币政策报告中，还模拟了如果当初采用不同的政策利率，将会对通胀及失业率产生怎样的影响（如瑞典央行，2014b）。注因此我们可以利用瑞典央行自己提供的数据来估计瑞典央行所采取的逆风向干预政策所产生的收益及成本。此外本文还将用到舒拉里克和泰勒2012年的论文中提供的对实际债务增速效应的估计和金融危机产生的概率；以及弗洛登2014年的论文所提供的本次金融危机最高峰时的债务与收入比率。

高政策利率带来的失业率成本

为简单起见，我首先解释高政策利率在失业率方面产生的成本和收益（斯文森，2015c）。高政策利率会导致失业率的提高。瑞典央行（瑞典央行，2014b，图2–13和2–15）的研究显示，在4个季度的时段内，政策利率每提高1个百分点，会导致未来几年的失业率上升0.5个百分点（斯文森，2015c，图4）。注失业率的提高是高政策利率的成本之一，当我们对高政策利率进行成本效益核算的时候，应该考虑到这一点。

高政策利率的好处

根据瑞典央行提供的框架，提高政策利率能够减轻个人的负债程度，而个人负债程度的降低会减少未来经济危机发生的可能性，从而降低宏观经济状况恶化（包括低通胀率和高失业率）的可能性。此外，个人债务水平的降低在危机确实发生的情况下还能够降低金融危机的严重程度——比如，在同样发生金融危机的前提下，如果个人债务水平较低，那么危机所导致的失业率上升幅度也会减小。经济危机发生概率的下降及危机严重程度的降低都是高利率政策的收益。那么根据瑞典央行自己的估计，他们所采取的高利率政策究竟产生了多大的收益呢？

高政策利率对危机发生概率的影响

提高政策利率到底能对未来危机发生的概率产生多大的预期影响？首先，关于危机发生的概率，瑞典央行2013年的报告援引了舒拉里克和泰勒在2012年的研究结果。他们的论文指出，实际债务增速的降低会减少未来危机发生的概率。更具体地说，根据该文作者对其研究结果的总结，在其他条件不变的前提下，实际负债在5年内的年均增速每下降1%（即5年内实际负债增速共下降5%），会导致每年发生经济危机的概率下降0.4%。[注]

第二，根据瑞典央行自己的估计，在4个季度的时段内，政策利率每上升1个百分点，会导致5年后实际负债率下降0.25个百分点（参见斯文森，2015c，图5和瑞典央行，2014a，图A20）。[注]

将上述两方面数据结合起来，说明提高政策利率会降低经济危机发生的概率，每年降低的幅度为0.25× 0.4 / 5=0.02个百分点，可以看出高利率对降低经济危机发生概率的影响很小。

如果我们相信经济危机会导致失业率的上升，那么经济危机发生概率减小的收益可以被表示为失业率的预期降低程度。瑞典央行2013年的研究报告（2013，图A10）假设，在经济危机发生的状况下失业率会上升5%左右，下面我们将采用瑞典央行的上述假设。

如果经济危机发生的概率下降0.02%（即0.000 2），未来失业率将预期下降0.000 2×5=0.001%，即0.1个基点。这就是高利率通过降低经济危机发生概率所带来的（失业率方面的）收益。显然收益和成本相比是非常微小的，因为在未来几年内高利率将导致失业率上升0.5%。

此外，根据瑞典央行2014年的研究报告（2014a，图A20）和斯文森2015年的论文（2015c，图5）两个来源的估计，提高政策利率在长期来看对实际债务水平及其相关的风险不产生任何明显效应。

高政策利率对危机严重性的影响

那么提高政策利率对经济危机严重程度的影响是怎样的呢？首先，根据瑞典央行副总裁马丁·弗洛登（2014，表1，第2列）的估计，在其他条件不变的前提下，债务与收入比率每上升1%会导致经济危机期间失业率少上升0.02个百分点。第二，根据瑞典央行2014年的研究报告（2014a，图A22）和斯文森2015年的论文（2015c，图6）的估计，在4个季度内政策利率每提高1%，会导致债务与收入比率在5年内下降0.44%。㊟

综合上述估计，我们可以计算出，假设确实发生经济危机，危机中失业率的预期上升幅度减少了0.44×0.02=0.009个百分点，即0.9个基点。如果每年经济危机发生的概率是4%（这是舒拉里克和泰勒在2012年的论文中估计的经济危机平均每年发生的概率，即每25年发生一次经济危机），则失业率预期少增长0.04 ×0.9=0.036个基点。显然，这个结果是

微不足道的。如果我们假设经济危机发生的概率比上述估计高，比如经济危机发生的概率是每年10%，那么失业率预期少增长的幅度就是0.1 × 0.9=0.09个基点，这一改进和高利率的成本相比仍然非常微小，因为高利率会导致在未来几年内失业率上升0.5%。

此外，根据瑞典央行2014年的研究报告（2014a，图A22）和斯文森2015年的论文（2015c，图6）的估计，长期看来政策利率对的债务与收入比率及其变化造成的风险均不产生显著影响。

失业率方面的成本效益分析

在上文中我们讨论了高利率政策带来的两项收益，即降低经济危机发生的可能性及其严重程度。综合这两项收益，我们预期未来失业率将会降低0.1+0.09=0.19个基点。也就是说，与高利率政策的成本相比，失业率方面的收益是微不足道的（高利率政策的成本是失业率在未来几年内上升0.5个百分点，即50个基点）。该政策的收益仅为成本的0.4%左右，而在成本效益分析中，收益必须是成本的100%以上才能说明高利率政策的合理性。换句话说，高利率政策的成本是收益的250倍。对高利率政策的成本效益分析的总结参见表11–1。

表11–1 政策利率在4个季度上升1%所产生的失业率方面的成本和效益分析

成本：未来几年内失业率的增长（基点）	50
收益：未来预期失业率的减少（基点）	
1. 通过降低经济危机发生的概率（基点）	0.1
2. 通过降低经济危机的严重程度（基点）	0.09
总收益（基点）	0.19
总收益与成本的比例（%）	0.38
成本收益比	263

当然，瑞典央行、舒拉里克和泰勒，以及弗洛登提供的估计都带有较大的不确定性，因此我根据他们的估计进行的关于高利率政策的成本效益分析也具有较大的不确定性。即使如此，我们也很难用估计的偏差来解释我们所得到的高达三位数的成本和效益比率。

关于损失的二次函数

上述讨论显示了近期失业率上升和未来预期失业率下降之间的关系。我们可以把这种权衡看成对高利率政策在失业率方面的成本和效益的一个简单的线性计算，这种分析的优点是，它独立于经济体的初始状况，因为不管初始状态下经济体的失业率是高于还是低于长期可持续失业率，上述分析都仍然成立。

但是，从货币政策制定的角度来看，成本和收益通常被表达为一个关于损失的二次函数。比如这个函数可以是对实际通胀率和目标通胀率的差值的平方进行加权平均，也可以是对实际失业率和长期可持续失业率的差值（两者的差值称为“失业率缺口”）的平方进行加权平均。首先让我们考虑失业率缺口平方方面的损失。给定初始状态下的失业率缺

口，并对未来危机发生前失业率缺口的情况进行合理的假设，我们可以据此计算出高利率政策的成本和收益，高利率政策的成本是在未来几年内增加失业率缺口，而收益则是在更远的将来通过减少经济危机发生的概率和严重程度减少预期失业率缺口。显然，未来几年内失业率缺口的变化对经济体的初始状况十分敏感。初始状态下的失业率缺口可以是正的、负的或者零，在这三种不同的状况下，高利率政策的成本会有显著的不同。

假设初始状态下的失业率缺口是2%，未来不出现危机的情况下失业率缺口是0。[注]政策利率每提高1%，其收益（表现为经济危机发生概率及严重程度下降导致未来预计损失的下降幅度）是成本（表现为未来几年内高失业率造成的预期损失）的0.38%。也就是说，成本大约是收益的250倍。[注]

上文我们已经提到，二次函数形式的损失取决于初始状态下的失业率缺口。如果初始状况下的失业率缺口是零，那么高利率政策的收益将是成本的3.4%，即成本和收益的比率约为30倍，这一比率仍然远高于1。[注]因此，即使在2010年6月时，瑞典经济的失业率缺口为零，根据我们的计算，将政策利率提高1%仍然无法从成本效益分析的角度被证明是合理的。（实际上从2010年6月到2011年7月，瑞典的政策利率提高了1.75%）

我们还可以进一步扩展这种成本效益的二次函数计算，比如可以把实际通胀和目标通胀的差值也考虑进来。我们还可以充分考虑经济危机的预期时长以及时间的贴现效应，在这样的前提下，在我们的计算中加入未来的成本和收益的比较。我们还可以用舒拉里克和泰勒2012年估计的时间序列来代替目前使用的实际债务的5年平均增长率，使得我们的分析更具说服力。但是，由于未来预期失业率减少幅度小于未来几年内失业率增加幅度的1%，我们可以确定，更复杂全面的成本效益分析得到的结果和上文中简单计算得到的结果将是比较相似的。斯文森在2015

年的论文中进一步讨论了这些问题。[注]

通胀率低于预期的影响

如果实际通胀率显著低于之前的预期，对实际债务的增速会产生较大的影响，而在上面的计算中我们没有考虑这一因素。在瑞典，实际通胀率在最近一段时间内基本等于或稍高于通胀目标。而在过去的几年中，由于受瑞典央行逆风向干预政策的影响，实际通胀率严重低于通胀目标，也低于家庭通胀预期，因此，名义债务的实际价值显著高于之前的预期。斯文森在2015年的论文中称，2011—2015年春天的住房贷款总额增速比基准情况下（基准情况是指如果在此期间实际通胀率等于2%的通胀目标）快了6.5%。逆风向干预政策对实际债务水平的这一影响远远大于我们上文所讨论到的影响。考虑到这一点，我们几乎可以肯定瑞典央行的逆风向干预政策增加了全国实际债务的水平，并且对生产力起到了负面的影响。也就是说，瑞典央行旨在解决居民负债水平风险的措施实际上反而导致居民负债水平的问题及相关风险变得更为严重。如果我们对瑞典央行的逆风向干预政策进行更加全面的成本效益分析，就会发现通胀率低于预期的情况还会对实际债务的增速产生费雪效应（斯文森，2013a），而这会进一步扩大该政策的负面影响。

结论

在本文中，我们对瑞典央行为保证金融稳定而采取的逆风向干预政策进行了简单的成本效益分析。分析的结果显示，这一政策的收益很小，收益不足成本的1%，也就是说成本与收益的比率达到了三位数。出现这一现象的原因是政策利率只能对金融危机发生的概率及严重程度起到非常微小和间接的作用，对未来几年内的失业率却会产生较大的负

面影响。此外，逆风向干预政策还导致瑞典过去几年的实际通胀率低于居民的通胀预期，由此造成居民的实际债务价值增速显著高于央行计划的水平。总的来说，逆风向政策的实际效果是增加居民实际债务，并且对生产力产生了负面影响。虽然逆风向干预政策的初衷是解决居民债务上升导致的风险，但实际情况是这一政策反而加重了这方面的问题与风险。

如果我们的目标是减小金融危机发生的概率和严重程度，那么成本效益分析的结果告诉我们，收紧货币政策并不是解决上述问题的正确工具（伯南克，2015）。收紧货币政策对通胀率及失业率都会产生较大的负面影响，而其降低金融危机发生概率和严重程度的收益和成本相比却是非常微小的。在降低金融危机的发生概率和严重程度方面，宏观审慎监管政策的作用远比货币政策来得更直接和更有针对性，成本也明显低于货币政策。当然，对于宏观审慎监管政策，我们同样应该进行成本效益分析，但我认为在大多数情况下宏观审慎监管政策也很难通过成本效益测试。在瑞典，金融监管委员会出台了若干以降低金融危机发生概率和严重程度为目标的宏观审慎监管政策。这其中就包括2010年推行的要求贷款价值比不得超过85%的政策。这一政策推行以后，瑞典新抵押贷款的平均贷款价值比稳定在70%左右的水平，保证了30%的缓冲余地。此外，金融监管委员会还将银行对抵押贷款的风险权重提高到了25%，并要求重要银行机构的资本不得低于风险加权资产的16%。IMF的研究团队指出，如果银行的资本能达到风险加权后资产的15%—20%，那么1970年以来发达经济体遭遇的85%的银行危机都可以避免。和收紧货币政策相比，金融监管委员会所采取的上述政策没有使瑞典的经济承担任何明显的成本。

瑞典过去几年的经验表明，在为了维护金融稳定而收紧货币政策之前，必须进行全面细致的成本效益分析，在经济情况较为疲软的时候尤其如此。在进行这种成本收益分析的时候，应该充分考虑各种初始状况。即使瑞典在2010年6月的经济没有那么疲软，失业率缺口不大，简

单的成本收益分析仍然显示逆风向政策的收益远远小于成本。这一结论在其他国家是否成立，目前尚不清楚。在我个人看来，其他国家的情况与瑞典区别不会过大，因此靠提高政策利率来降低金融危机发生的可能性和严重程度往往都会弊大于利。斯文森2015年的论文进一步讨论了上述问题（参见斯文森，2015a）。

参考文献

Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David López-Salido, and Taisuke Nakata.2015. Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy.” Paper presented at the conference “The New Normal for Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of San Francisco, March 27, 2015. http://www.frbsf.org/economicresearch/files/1A-Ajello-Laubach-Lopez_Salido-Nakata.pdf.

Bank for International Settlements. 2014.*84th Annual Report*. Basel, Bank for International Settlements. http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf.

Bernanke, Ben S. 2015. “Should Monetary Policy Take into Account Risks to Financial Stability?” Blog post,*Ben Bernanke’s Blog*, April 7. http://www.brookings .edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/07-monetary-policy-risks-tofinancial -stability.

Flodén, Martin. 2014. “Did Household Debt Matter in the Great Recession?” Supplement to blog post on*Ekonomistas* .http://martinfloden.net/files/hhdebt _supplement_2014.pdf.

Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor. 2012. “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008.”*American Economic Review* 102:1029–1061.

Stein, Jeremy C. 2013. "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses." Speech at the "Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter" research symposium, St. Louis, February 7. http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/ stein20130207a.htm.

Svensson, Lars E. O. 2010. "Some Problems with Swedish Monetary Policy and Possible Solutions." Speech, Stockholm, November 24. http://larseosvensson.se/ files/papers/101124e.pdf.

Svensson,LarsE.O.2013a."TheRiksbankCauses'DebtDeflation.'"Blogpos September 30. http://larseosvensson.se/2013/09/30/ekonomistas-the-riksbank-causes- debt-deflation

Svensson, Lars E. O. 2013 b. "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting."*Sveriges Riksbank Economic Review* 3:29–80. http://larseo- svensson.se/ files/papers/Svensson-paper--Some-lessons-from-six-years-ofpractical-inflation -targeting.pdf

Svensson, Lars E. O. 2015 a. "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind: Are Costs Larger Also with Less Effective Macroprudential Policy?" Working Paper. http://larseosvensson.se/files/papers/cost-benefit-analysis-ofleaning-against -the-wind-are-costs-larger.pdf.

Svensson, Lars E. O. 2015 b. Discussion of Ajello, Laubach, López-Salido, and Nakata, "Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy," presented at the conference "The New Normal for Monetary Policy," Federal Reserve Bank of San Francisco, March 27, 2015. http://larseosvensson.se/files/papers/svensson-onajello-laubach-lopez-salido-nakata.pdf.

Svensson, Lars E. O. 2015 c. "Inflation Targeting and Leaning against the Wind." In*Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the*

Challenge of a Changing Mandate: South African Reserve Bank Conference Proceedings 2014. South African Reserve Bank, Pretoria. http://larseosvensson .se/files/papers inflation-targeting-and-leaning-against-the-wind-paper-sarb .pdf

Sveriges Riksbank. 2010.*Monetary Policy Report October 2010.* Stockholm, Sveriges Riksbank. http://www.riksbank.se/Upload/Dokument_riksbank/Kat_ publicerat/Rapporter/2010/mpr_oct_2010.pdf.

SverigesRiksbank.2013.“Financial Imbalances in the Monetary Policy Assessment.” Box in*Monetary Policy Report July 2013.* Stockholm, Sveriges Riksbank. http:// www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2013/130703/rap_ppr_130703 _eng.pdf.

Sveriges Riksbank. 2014 a. “The Effects of Monetary Policy on Household Debt.” Box in*Monetary Policy Report February 2014*. Stockholm, Sveriges Riks-bank.http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/2014/140213/rap_pp 140213_eng.pdf.

Sveriges Riksbank. 2014 b.*Monetary Policy Report February 2014.* Stock-holm, Sveriges Riksbank.http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/PPR/ 2014/140213/rap_ppr_140213_eng.

---

1. .瑞典央行的通胀目标是2%（以CPI度量的年通胀率），瑞典央行通过对通胀率的预测（CPIF通胀率）来引导CPI通胀率目标的实现。CPIF通胀率和CPI通胀率的区别是，前者在计算房屋所有者的住房成本时假设房屋贷款利率保持不变。

2. .我曾于2007年5月至2013年5月担任瑞士央行副总裁及执行委员会成员。我和我的同事卡罗利娜·埃克霍尔姆一向对瑞典央行的政策持反对态度，首先我们反对瑞典央行2010—2011年采取的收紧政策，其次我们也反对此后快速降低政策利率的行为。我们提出，

可以采用更简单的政策来提高对通胀目标的实现程度，并优化资源分配，我们同时还提出，政策利率对个人债务所产生的风险影响过小，因此收紧政策弊大于利。这些内容具体可参见我在2010年11月的演讲（Svensson，2010）。此外我在Svensson（2013b）中讨论了我从事政策设计工作6年期间学到的一些经验和教训。

3. .在最近的货币政策报告中，瑞典央行已经不再对假设的其他利率进行政策影响的模拟。

4. .这一数字来自瑞典央行提供的数据（2014b，图2–13及图2–15）。因为我们研究的是在4个季度的时段内，政策利率提高0.25%会对失业率产生多大影响，因此对失业率的影响经过了乘以4的处理。

5. .参见Schularick and Taylor（2012，表3，“Sum of Lag Coefficients”列1到列3）。由于无法取得一系列合理的控制变量的数据，我认为0.4的相关系数可能过高。也就是说，好的信贷增长和坏的信贷增长无法区分。如果我们调低相关系数，政策利率改变对经济危机发生概率的影响将会变得更小。IMF团队通过对发达国家经济体20世纪70年代数据的分析，估计该相关系数为0.11，仅为Schularick and Taylor估计的相关系数的1/4。

6. .这一数值的来源是瑞典央行提供的数据（2014a，图A20），符号为负。图A20的研究还显示，对实际债务水平的影响在统计上并不显著大于零，甚至还可能是负的。

7. . Sveriges Riksbank（2014a，图A22）and Svensson（2015c，图6）的研究还显示，债务与收入比率的变化在统计上并不显著大于零，甚至还可能是负的。

8. . 2010年6月，瑞典的失业率是8.5%左右。根据瑞典央行的估计(2010，图B23)，长期可持续失业率在6.5%左右。

9. .如果初始状况下失业率缺口为2%，那么利率提高1%所造成的失业率损失为$(2+0.5)^2 2^2=2.25$。而预期收益则为$0.000\ 2\times 5^2+\ 0.04\times(5^2-(5-0.009)^2)=0.005+0.003\ 52=0.008\ 52$（在这里我使用了舒拉里克和泰勒提出的经济危机平均发生概率，即每年4%，来计算经济危机中失业率少上升0.01个基点带来的收益）。

10. .假设初始状况下的失业率缺口为零，那么利率上升1%的损失为$(0.5)^2-0^2=0.25$，损失的幅度是初始状况下失业率缺口为2%的情况下的1/9，而预期收益保持不变。因此预期收益与成本的比率是0.008 52/0.25= 0.034=0.34%。

11. . Ajello，Laubach，López-Salido，and Nakata(2015)建立了一个根据信贷状况估计经济危机发生概率的模型，并根据此模型做出对最优政策利率的估计。我在一次会议上讨论过这篇文章，并发现使用这篇文章中的数据和工具来进行成本效益核算会产生和本文非常类似的结果（Svensson，2015b）。

未来的货币政策

12
货币政策部分的简介

何塞·比尼亚尔斯 西班牙央行前副行长

2008年爆发了全球性的金融危机，在此后7年最明显的特点就是货币政策方面的一系列创新与实验。在环境的压力下，各国央行采取了各种大胆的、前所未见的措施。当然，有些大胆的措施目前仍在被继续推行。

随着时间的流逝，现阶段最大的问题是，金融危机以来的这些经验是否改变了我们对货币政策的看法呢？随着金融危机的结束，在未来我们究竟应该以什么样的方式使用我们手中的货币政策工具？

本文主要从5个方面对本次会议的货币政策部分进行介绍。第一，是否应该使用货币政策工具保持金融稳定？第二，由于目前国际利率长期偏低，我们面临日益增长的零利率下限风险，对此货币政策应该如何应对？第三，对于新兴市场经济体和小型开放型经济体而言，应该怎样利用货币政策应对大国货币政策产生的外溢效应？第四，货币政策的交流机制应该怎样发展？第五，非常规货币政策工具的哪些特点应该在经济平稳时期长期保持？由于对这些问题进行讨论的目的是对货币政策部分的讨论进行简单介绍，本文将主要以引导和提出问题为主，而不会对这些问题提供具体的答案。

是否应该使用货币政策来保持金融稳定

这可能是本次金融危机引发的最关键的问题，因为这一问题把过去7年来两个最大的主题结合在一起：货币政策和金融稳定。

从这次危机中，我们学到了这样的教训：价格和产出的稳定并不能保证金融的稳定。在大缓和的过程中，很多发达经济体的通胀预期控制得很好，通胀水平稳定，产出缺口很小。尽管如此，杠杆的堆积、信贷的增长、脆弱的融资结构、普遍存在的风险敞口以及宽松的借贷标准却仍然导致了金融稳定方面的显著风险。因此，我们不禁会产生这样的疑问：如果当时的货币政策采取了不同的方案，我们是否有可能避免这场惨重的金融危机呢？

毫无疑问，有效的微观及宏观审慎监管措施，以及监管力度的加强应该是对金融风险的最佳回应。实际上，当我们放眼未来，这些政策承诺会对金融稳定性风险做出更有效的控制。

目前，初步的证据显示，宏观审慎监管政策在这方面效果较好，至少在某些目标领域内如此。在2008—2013年间，韩国成功地将银行的短期外债缩减了一半，缩减至27%的水平。通过提高银行对某些抵押贷款的风险权重（从50%提高到100%），澳大利亚成功限制了无担保的简易房贷的增速。在巴西，政府通过提高对高贷款价值比的汽车贷款的资本金要求，降低了此类贷款的增速。然而，在某些国家，如瑞士和英国，要评判宏观审慎监管政策是否有效地控制了房地产方面的风险，目前似乎还为时尚早。要想全面客观地评价宏观审慎监管政策的有效程度，我们仍需从世界各地进一步搜集多方面的信息。

因此，以下问题仍然有探讨的价值：如果宏观审慎监管政策对控制金融风险不够有效，我们应该怎么办？尤其是我们应该考虑，如果宏观审慎监管政策较容易被从业者规避和利用，如果宏观政策很难对变化的环境做出快速的调整和反应，如果宏观审慎监管政策容易被过度目标化（即无法抓住新风险的源头），如果宏观审慎监管政策有负面的效果，我们应该怎么办？在宏观审慎监管政策失灵的情况下，我们是否应该用

货币政策来维护金融的稳定呢？

关于这个问题，目前有三个学派的不同观点。第一种观点认为，货币政策可以用，但只能被用作第二道防线，只有在宏观审慎监管工具的所有可能性已经穷尽，没有办法的情况下才应该求助于货币政策来保护金融稳定性。第二种观点认为，不应该用货币政策来解决金融失衡问题，即使是作为第二道防线也不合适。利率作为一种政策工具的效果过于猛烈，因此对经济体造成的伤害会大于所带来的好处。拉尔斯·斯文森在本次会议上的发言就表达了这种观点。第三种观点则认为，我们永远应该同时使用宏观审慎监管政策和货币政策，让两者互相配合，因此货币政策应该随时准备解决金融失衡问题。第三种观点还认为，虽然利率这一工具的效果过于猛烈，但同时利率也具有能渗透金融系统所有方面的优势。

但是，我认为目前对这个问题的讨论不应再局限于原则上究竟同意上述学派中的哪一种。为了向央行提供具体的政策建议，有必要对使用货币政策工具保障金融稳定的做法进行详细的成本效益分析，以确定一般均衡情况的位置。这种成本效益分析主要涉及三个方面：一是货币政策对金融稳定的贡献，二是为了追求金融稳定而背离通胀和产出目标所产生的成本，三是通胀和产出背离目标之后对金融系统稳定性产生的反馈效应。这三点中只有第二点获得了足够的关注和详细的研究。为了让决策者可以做出更加科学理性的决策，学界有必要对另外两点进行透彻详细的分析和研究。

随着利率日益逼近零下限，货币政策应如何应对

在金融危机发生之前，零利率下限在很长时间内几乎被我们遗忘了。而金融危机使我们不得不面对这样的事实，在现在的金融环境中，零利率现象随时可能出现，并且会给我们带来巨大的麻烦。虽然非常规

货币政策在资产购入方面成功地提供了一些有用的政策改变，但是非传统政策工具存在固有的缺陷，因此无法完全代替传统的利率工具。尤其应该注意的是，资产购入政策不能快速准确地适应变化的经济条件。同时资产购入还会产生严重的外溢效应，波及其他国家。在利率长期偏低的情况下，资产购入政策还可能导致金融不稳定的风险。

即使经济开始复苏，利率开始上升，零利率限制条件仍有很大的可能会回归我们的视野。这是因为目前我们已经观测到实际长期利率长期保持下降的趋势，这个信号说明自然实际利率也可能出现类似的趋势（实际利率下降并不是因为通胀率高，也不是因为名义收益率低，如果自然利率没有同时下降，那么低收益率最终会导致通胀）。低实际利率和低通胀目标会导致名义利率的下跌，因此当外界冲击产生时，达到零利率下限的可能性将长期存在。

货币政策如何才能避免未来再次受到零利率下限的限制？解决方案之一是提高通胀目标。但这样做的成本也很高。一方面，这样做会伤害央行的信誉，一旦通胀目标被认为是可以随意修改的，以后锚定通胀预期就会变得更加困难，央行很难在低通胀的环境中达到高通胀目标，也很难使市场相信高通胀目标不是用来减弱国家债务负担的工具；另一方面，提高通胀目标会带来社会福利方面的成本，因为在高通胀的环境中社会计划和定价决策都变得更加困难，同时高通胀率也会带来更大的风险和更高的波动率。

解决零利率下限问题的另一种方案（或至少提供一种补充性的解决方案）是：加强金融系统的稳定性。在欧元区以外的OECD（经济合作与发展组织）国家中，一旦达到零利率下限，有1/3的概率会在一年或一年之内发生系统性的银行业危机。如果我们放宽对时间段（一年或一年以内）的限制，发生危机的概率还会进一步上升。更强健的金融系统可以起到以下三方面的作用：一是减小金融冲击的规模；二是缩小冲击放大的范围；三是让货币政策可以更自由地对外界冲击做出回应。因

此，只要加强金融系统的稳定性，就可以减小触及零利率下限的概率，同时还能缩短严重的总需求冲击发生后零利率持续的时间。

对于新兴市场经济体和小型开放型经济体而言，应该怎样利用货币政策应对大国货币政策产生的外溢效应

我们生活在一个互相联系的世界中。一旦主要经济体调整货币政策，小型开放型经济体（包括很多新兴市场经济体）很可能受到由此产生的资本流动的严重影响。资本的快速流入可以导致资本接收国面临杠杆、债务、资产价格、短期融资等指标的极速上升，还会强化资产负债表不匹配问题。一旦资本流入突然停止，这些国家的金融系统将面临巨大的损失，同时产生很大的市场波动。

本次金融危机生动地展示了新兴市场的资产价格如何受到资本流动的深刻影响。2009年到2012年年末，新兴市场总共接受了大约4.5万亿美元的资本流入，约占全球总资本流量的一半左右。接下来吉尔·马库斯将更具体地讨论南非的例子。雷曼兄弟公司破产以后，发达经济体连续4年采取了极为宽松的货币政策，导致10年期政府债券的收益率下降了近250个基点（从2009年9月的8.8%，下降至2013年5月的6.4%）。然后，2013年5—8月，发生了所谓的“缩减恐慌”，政府债券收益率在短短3个月之内又反弹回4年前的水平。

那么，当这些国家经历了大规模资本流入，又面临资本突然流出风险时，它们应该以怎样的货币政策作为回应呢？正如前文所讨论的那样，审慎政策和监管措施是保证金融系统弹性的优先措施。但是这些措施可能还不够，而货币政策则面临着非常困难的权衡。比如，资本的流入可能导致经济过热。但是，高利率会在多大程度上吸引更多的外国资本，并鼓励债务转变为外汇呢？资本流还可能导致国内通胀率的下降，因为国内货币会升值。如果这样的情况长期持续，那么降低利率可能是

合理的，但这又会在多大程度上进一步刺激信贷和杠杆的增长呢？因此，央行很可能更倾向于用其他方式更直接地减缓资本流入，比如外汇干预和资本管制措施。然而，这些措施又在多大程度上有效？我们应该如何设计这些措施呢？

这一问题不仅涉及如何控制短期的市场波动率，我们还面临一个更根本的问题：新兴市场经济体和小型开放型经济体究竟能否保持货币政策的独立性？我们可以从两个方面来探讨这一问题。第一，这些国家是否有可能在国外利率动态变化的情况下独立地设置国内的利率呢？尤其是在浮动汇率的体制下，它们可以做到这一点吗？虽然每个国家都会很自然地将国外的经济状况列入考虑，但并不是每个国家都会为了缓解汇率和资本流动方面的压力而选择跟随外国利率走向。第二，这一点可能比第一点更加深刻，货币政策的传递机制是否已在新兴市场经济体和小型开放型经济体中失效了呢？换句话说，国家的产出、通胀，甚至信贷增长和金融稳定性是否已经不受国内货币政策的控制，而更多地取决于国外的情况？如果这一传递机制已经失效，新兴市场经济体和小型开放型经济体应该采取怎样的措施重新获得货币政策的独立性呢？

货币政策的交流机制应该怎样发展

本次金融危机让我们认识到信号的重要性，尤其是对信号的交流的重要性。由于央行无法通过短期利率向公众传达未来的政策意向，央行不得不转而通过语言及其他非常规货币政策来完成这一任务。要从本次金融危机的经验中学到教训，至少有两个方面非常值得探索。第一是对于政策预期的交流（众数政策反应），第二是关于不确定性的交流（高阶距政策反应）。

交流的目的是提高政策反应的可预测性。这包括清晰地传达政策意向，以及对这些政策意向提供理论和其他方面的支持。但这些却会因经

济环境的改变而发生变化。比如，在美国，失业率和工资通胀率的关系一直呈不稳定的状况，这就导致美联储通过传达失业率阈值来对利率正常化的时间点提供指导变得很困难。针对这类情况，在本部分中本·伯南克和约翰·泰勒对“以目标为基础的框架”和“以规则为基础的框架”的优劣进行了讨论。在以目标为基础的框架下，央行与公众沟通的主要目的是解释政治策略，从而把对关键变量的预期引导至央行需要的目标水平。而在以规则为基础的框架下，央行与公众交流的目的是解释目前的政策为什么会背离规则。

央行与公众的交流甚至还需要扮演更为复杂的平衡角色。交流不仅需要让公众预期了解未来的政策动向，还需要对经济前景传达一定程度的不确定性，同时对政策反应本身也传达一定程度的不确定性。这里存在这样的危险，如果央行与公众的交流把重点放在澄清政策意向上，就会传递出一种虚假信息。导致公众认为经济和政治状况是可预测的，而这样的假象则会造成对风险的低估。信息总是越多越好，至少在理论上是这样，即使是关于不确定性的信息也一样多多益善。

然而，在实际中是否可以通过交流传达出某种精确程度的不确定性，却不产生央行不想要的不确定性呢？显然，央行不应该通过含糊的语言或者随机化的政策反应来掩饰政策意图，从而人为地制造不确定性。但是，央行是否能够教育市场充分了解客观存在的不确定性呢？比如，央行是否应该不只传达众数结果，而是通过发布压力测试结果或公布货币政策的应急计划来向市场传达不确定性的存在？这么做的效果很大程度上取决于公众是否能够很好地理解央行条件性描述的真正意义。在这方面，本次危机的经验似乎说明，公众经常不能很好地领会央行的意思，2013年夏天的“缩减恐慌”就是一个很好的例子。

非常规货币政策工具的哪些特点应该在经济平稳时期长期保持

在金融危机期间，央行引入了一系列新的政策工具。其中包括对许多金融机构和市场提供长期流动性支持，对某些波动率很大的市场实行价格支持，比如美国的短期资产支持证券贷款工具（TALF）的做法；私有和公众财产的购入；旨在鼓励银行借贷的有条件融资运作；将政策利率降至负值。

虽然上述某些政策显然是在极端经济情况下为快速重建市场功能和银行中介功能所采取的应急手段，但其中也有一些工具在经济平稳时期也可以被继续采用。比如，资产购入政策就完全可以成为一项更加标准化的政策工具。资产购入政策可以提高政策信号传达的效率，并且能够通过定位长期债券收益率，达到精细管理收益率曲线的目标。但是，由于很难控制资产购入的力度以达到精确的长期利率目标，市场购入手段同时也会造成短期债券收益波动率的上升，并导致货币政策传递效率下降。

一般地说，央行可能希望保持目前的（比危机前更大的）资产负债表规模。如果超额准备金的规模保持现在的较高水平，央行就可以通过设定超额准备金利率和短期反向回购协议利率的方式来控制市场利率。此外，央行扩大资产负债表的规模还可以为银行业提供更大的流动性缓冲，同时对更广泛的私有板块提供弹性供给的安全流动资产。说到底，最终的问题还是央行未来应该如何使用其资产负债表，以及资产负债表的最优规模究竟是多大。

在本书接下来的篇幅中，各位作者将对这些问题进一步展开详细的讨论和研究。但要真正客观地回答这些问题，我们还需要更多的时间和更扎实的分析。就目前的情况而言，货币政策更像是一门艺术，而不是一门科学。

13
未来的货币政策

本·伯南克 美联储前主席

在接下来的几分钟内，我将针对以下几个方面谈一些我个人的看法：一是美联储的货币政策框架，二是美联储实施货币政策的工具，三是上述两者在我们的经济和政策环境都逐步回归正常以后会怎样发展。

2012年1月，联邦公开市场委员会首次发布了对其政策框架的正式描述，自此之后，政策框架描述每年都需要被再次批准。[注]这份框架文件强调了联邦公开市场委员会的职责承诺：采用一种平衡的方式，促进美联储两大政策目标（物价稳定和最大就业率）的实现。在这份描述中，联邦公开市场委员会向公众详细描述了这些目标的具体定义，设定了2%的对称通胀目标，并保证每个季度都公布联邦公开市场委员会参与者对可持续就业率的估计值。此外，联储还对这一政策框架提供了详尽的解释和分析，传达这些信息的渠道包括美联储主席的记者招待会、联邦公开市场委员会的会议纪要、联邦公开市场委员会的经济情况预期报告（包括对联邦基金利率的预测）、听证会及其他发言。

联邦公开市场委员会的这一政策框架就是前文拉尔斯·斯文森所说的以目标为基础的系统（更多这方面的讨论可参见我2004年的演讲《货币政策的逻辑》[注]）。在以目标为基础的框架中，央行主要关注目标变量（美联储的目标变量是通胀率和失业率），央行对其政策进行描述旨在让市场对这些变量的预期和央行的目标保持一致。虽然以目标为基础的系统并没有机械性的规则，但能提供一种透明的框架，只要制定目标时能充分考虑到经济结构的变化和货币政策的效果等因素，这一框架就

能充分应对上述变化。以目标为基础的规则还充分尊重了这样一个经济学原理：委托人（即公众和国会）应直接监控代理人（即联邦公开市场委员会）工作的效果（即联邦公开市场委员会政策选择所产生的效果），而不应过度干涉代理人所使用的手段（如具体的政策工具的选择）。

我相信，这样的政策框架提高了联邦公开市场委员会与公众交流的效率。比如，在目前情况下，联邦公开市场委员会承诺将通胀目标保持在2%的水平，这就向公众提供了有用的信息，使得公众可以了解联邦公开市场委员会在近几年内可能采取的政策手段。此外，沃尔克和格林斯潘时代引入的公众通胀预期锚定手段，以及之后引入的对物价稳定性的数量化定义，使得美联储在遭遇国际经济危机时放松货币政策的余地更大。

当然，任何政策框架都不可能是完美的，联邦公开市场委员会在处理零利率下限的问题时也遇到了困难。如果联邦公开市场委员会想要改变他们的政策框架设置，我认为以下两个方向是值得考虑的。

第一，我认为美联储可以考虑斯文森所说的“工具规则”。工具规则以一个较简单的函数的形式规定了政策工具（美联储的政策工具是联邦基金利率）怎样随若干变量的变化而变化。我认为把这样的规则作为指导政策决策的因素之一是完全合理的，并且我认为政策的透明度和系统性总是越高越好。但同时我也认为，在不断变化的复杂经济环境中，我们不能单纯地依赖一个简单的工具规则来制定货币政策。接下来我将继续阐述我的这一观点，但我想先引用一段我在经典研究中看到的话，我认为这段话与我们讨论的话题很有关系，因此我想将这段话全部引用于下：

即使我们对代数式的政策规则做出再多的改变，我也不相信这样的规则能够涵盖所有的方面。比如，要想判断目前物价水平的上升究竟是暂时性的还是永久性的，我们显然需要综合考察多项价格指数（比如消

费者价格指数、生产者价格指数、雇佣成本指数等）。此外，我们也许还应该考虑期货市场表现出的市场对未来通胀率的预期，利率的期限结构，调查问卷的结果，以及其他分析师的预测，所有这些信息都可能帮助我们更好地对上述问题做出评判。同样，要想了解经济体潜在产出的水平和增长率（这是政策规则中经常要考虑的一个因素），我们就要预测生产率的变化，劳动力参与率的变化，以及自然失业率的变化。虽然量化模型可以对这些分析起到辅助作用，但我们很难用一个明确的代数公式来概括所有因素。此外，在某些特殊时段，货币政策还必须针对一些特殊因素进行调整。比如，在1987年10月19日发生股灾之后，美联储决定暂时向银行系统提供额外的准备金，这一手段防止了流动性收缩的发生，而且起到了恢复市场信心的作用。在这样的情况下，美联储显然不能仅仅依靠一个简单的政策规则来决定具体采用怎样的手段。

我想在座的有些同人可能已经猜到，上述段落引自约翰·泰勒1993年发表的经典论文——《实践中主观随意性与政策规则的权衡》，著名的泰勒规则正是在这篇文章中被首次提出的。[注]

美联储在改变政策框架时可以考虑的第二个方向是继续保持我赞成的以目标为基础的体系，但是要对具体目标进行改变。在这方面学界向美联储提出了大量的建议，包括提高通胀目标，以物价水平为目标，或者以名义GDP的某种函数作为目标。上述某些方法可以帮助美联储解决零利率下限的问题，至少在理论上可以提供帮助。在金融危机结束后，我和我在美联储的同事花了大量时间研究和评估上述建议（以及其他一些这里没有提到的建议），因此我相信我对相关的理论足够熟悉。虽然最终我们并没有采用上述任何建议，但我个人认为2%的通胀目标本身并不是一个魔力数字。作为学者和美联储的主席，我之所以一贯支持通胀目标的采用，是因为我觉得这一手段可以提高政策的透明度，并且提高美联储与公众沟通的效率，而不是因为某个具体的通胀目标。至于是否应该把通胀以外的其他变量作为美联储的目标，我认为这一问题值得进一步研究。

在表达了上述观点以后，我想对改变联邦公开市场委员会的政策目标（至少是近期的政策目标）的可行性提出几点现实性的思考。第一，不管目前的政策框架效果到底怎么样，我认为目前美联储的两大政策目标和国会要求美联储完成的任务（维护物价稳定和保持最大就业率）是紧密相关的，而且这两个政策目标为这个体系提供了很高的透明度。要求美联储将政策目标转向其他变量也许能够取得更好的管理结果，但是政策目标与政策任务的联系将变得更加复杂和间接。我们可以想象，在某些特殊情况下，美联储对替代变量目标的追求可能导致美联储背离国会交给它的任务，比如，以上述任何一个替代变量作为目标都可能导致美联储在某些时段追求相对较高的通胀率，而国会要求美联储完成维护物价稳定的任务，那么就很难对公众和国会解释上述政策行为的合理性。公众和国会对美联储政策行为合理性的质疑又会进一步导致联邦公开市场委员的公信力下降，从而增加保持替代变量和目标一致的难度。

第二，支持改变政策目标的人还应该接受这样的现实，那就是不管怎样我们现在并不是从一张白纸开始。几十年来，美联储和其他各国央行一直努力将通胀预期锚定在2%左右的水平上，并且一直努力向公众解释为达到上述目标而采取的种种政策的合理性。如果要改变美联储的政策目标，我们就面临着对通胀预期进行重新锚定以及重建美联储长期公信力的艰难任务，因为改变政策目标本身已经导致公众对美联储的怀疑和不信任。至少，国会必然会对美联储政策目标的改变表达一定程度的不满，而美联储为了稳定市场情绪就必须进行大量的资产购入。

第三，建议改变货币政策目标的重要动机之一是希望这一改变能够帮助央行更有效地处理零利率下限问题。但是，从经济的角度来说，当利率接近零的时候，我们应该采取更积极的财政政策，并应该注重货币政策和财政政策之间的平衡。与改变货币政策的目标相比，用财政政策来解决这一问题可能会产生好的效果，也更容易向公众解释。但是，我个人认为国会接受更大的自动稳定器和支持美联储改变中期目标的可能性都相当低。

接下来我想稍微谈一下政策工具的问题。本次金融危机的严重程度和零利率下限的限制共同导致美联储不得不设计新的政策工具，从而使货币政策更好地适应经济环境。这些新的政策工具包括大规模的资产购入，以及向公众传达美联储关于未来利率走势的信息等。未来当我们的经济情况回归正常，零利率不再是一个限制时，我认为美联储应该会停止使用这些工具。届时美联储会回归传统的政策工具，比如联邦基金利率和我之前描述的以目标为基础的政策沟通框架。特别值得指出的是，即使美联储决定保持目前规模较大的资产负债表，也仍然可以重新启用联邦基金利率作为其主要的政策工具。

虽然我们并不相信在几年内银行系统的准备金会回归到危机前的水平，但美联储仍然拥有一系列的政策工具来有效地管理短期利率，这些政策工具包括向银行的超额准备金支付利息的权力，提供逆向回购协议（这种措施事实上相当于允许非银行机构以固定利率将资金存在美联储）等。因此，我认为公众对量化宽松政策淡出的担忧存在明显的误解，因为即使在某些时刻美联储有必要收紧货币政策，它也并不需要因此快速出售资产或减小美联储资产负债表的规模。由于美联储增加资产负债表的规模对长期收益率有一定的后遗效应，对经济体造成的影响可以通过改变联邦基金利率加以补偿。

联邦公开市场委员会已经表示，它有让美联储的投资组合逐渐减小的意向，因此银行业的超额准备金最终会回归到危机前的水平。当然，我已在14个月前离开了美联储，因此我并未参加关于这个问题的内部讨论，我个人相当好奇美联储是否考虑过让资产负债表的规模长期保持在大于危机之前的水平上。正如我上文提到的那样，扩大资产负债表的规模并不会影响联邦公开市场委员会在必要时改变货币政策的能力。事实上，世界其他主要国家的央行都已决定长期保持较大规模的资产负债表，而且事实证明这些央行仍能有效地实施货币政策。事实上，联邦基金市场规模很小，而且具有一些奇怪的特征。如果美联储改用回购利率或其他货币市场利率作为政策工具，并且通过控制付给银行超额准备金

的利率和隔夜逆回购利率来控制上述政策工具利率的话，美联储对货币政策的控制非但不会减弱，反而可能会加强。事实上，其他国家的央行正是采用我上面描述的这些手段。

扩大美联储资产负债表规模的另一个潜在好处是，这一措施可以更具弹性地向私营板块提供安全的短期资产，而目前这类资产似乎存在供给不足的问题。美联储的资产负债表靠银行准备金和逆回购协议支持，逆回购协议可以被理解为非银行机构放在美联储的准备金。从私营板块的角度来看，美联储的债务是一种安全的隔夜资产，这种资产既可以被用作现金管理的目的，又可以成为准备金流动性的一个来源。在所谓“完全分配”的系统中，美联储应该以固定利率提供这样的资产。美联储存在的目的之一就是为了提供“弹性通货”。因此，从这个意义上来说，以固定利率提供流动资产完全符合央行的政策任务。

然而，也有一些声音反对美联储靠逆回购项目永久性地扩大资产负债表规模，这派意见反对的主要原因是相信此举会损害金融的稳定性。他们认为，逆回顾协议的存在会加剧挤兑的问题。比如，在压力时期，货币市场可能会抛售商业债券而大量购入美联储债务。虽然我认为这样的担忧有一定的基础，但在这里我也想提出几点不同的意见。首先，扩大美联储资产负债表规模会增加整个金融系统的流动性，而流动性的增加本身就是一个增加稳定性的因素，因此扩大资产负债表规模对金融稳定性的总体影响并不明确。其次，如果私营板块争相购入美联储债务，美联储仍然可以采取一系列的手段来应对这个问题，比如限制逆回购，回收流动性。回收流动性的手段不仅包括增加向银行发放贷款（通过贴现窗口），还包括增加向经销商提供借贷（通过回购操作）。最后，即使没有逆回购计划，挤兑现象仍然可能发生，我们在上次金融危机中也见证了这一情况。要想解决挤兑的问题，更直接的方法似乎应该是通过监管手段减少挤兑风险或者降低挤兑动机。换句话说，如果我们确实对挤兑问题怀有重大的关切，那么仅仅取消美联储的回购项目似乎并不能有效地解决问题。

我想要强调的是，我今天的发言并不是在对美联储的最优资产负债表规模提供建议。美联储资产负债表的最优规模究竟该有多大，这是一个复杂的问题，需要经过更多的讨论才能确定。我本次发言的目的是参与这方面的讨论，并鼓励未来有更多这方面的公众辩论。

---

1. . 2012年1月的框架是建立在之前联邦公开市场委员会通信的基础上。增加美联储政策透明度的重要政策之一是2007年秋天，联邦公开市场委员会的季度经济预报中加入了对未来三年通胀和失业率的预测。由于联邦公开市场委员会参与者的预测是基于最优货币政策的假设，并且三年的时间一般来说足够货币政策完全显现效果，因此，公众应该把美联储的这种长期预测当作一种政策目标来理解，而不应仅仅理解为一种字面上的“预测”。
2. . Ben Bernanke, “The Logic of Monetary Policy,” remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington, D.C., December 2, 2004, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041202/ default.htm.
3. . John Taylor, “Discretion versus Policy Rules in Practice,”*CarnegieRochester Conference Series on Public Policy* 39, no. 1 (1993): 195–214, at 196–197.

14
一种适用于未来的货币政策

约翰•B. 泰勒 斯坦福大学经济学教授

一年之前，在IMF举办的另一次名为“新常态下的货币政策”的会议上，我提出了这样的看法：央行应该将货币政策重新正常化，而不应该像某些人所建议的那样，设计一种新的货币政策作为正常化的新标准。[注]在本文中我将进一步讨论这一主题，同时勾勒出未来货币政策可能出现的情况，我还将对某些反对意见进行一些回应。

首先，我来简单回顾一下过去50年美国货币政策的历史。我于20世纪60年代后期和70年代开始从事货币经济学的研究，当时美国的货币政策具有极大的主观随意性，并且干预主义盛行。这期间美国经历了多次繁荣与萧条，经济跌至长期曲线以下，然后又出现反弹和过热。面对这样的情况，美联储空有良好的目标，却缺乏一致性的战略。如果你像我一样用物价稳定性和产出稳定性两个指标来衡量宏观经济的表现，那么这段时期美国宏观经济的表现是非常糟糕的，失业率和通胀率同时上升。

到了20世纪80年代初，美国的货币政策发生了变化。政策重点更加明确，系统化提高了，也更多地以规则为基础，这一趋势在整个20世纪90年代保持不变，并且一直持续到21世纪初。如果我们仍然以物价稳定性和产出稳定性作为衡量宏观经济表现的指标，那么可以说这段时期美国宏观经济的表现非常好。通胀率和失业率都降至较低的水平。之后我们经历了所谓大缓和时期，默文·金将这一时期称为“好日子”（该时期的特点是低通胀，持续性高增长）。[注]包括约翰·贾德，旧金山联邦储

备银行的格伦·鲁德布什，以及理查德·克拉里达、马克·哥特勒、乔迪·加利在内的一些研究者都指出，以规则为基础的货币政策是促成上述良好经济表现的重要因素之一。而所谓以规则为基础的政策指的是以政策工具（联邦基金利率）的系统性变化来应对经济情况的变化。注

研究者在其他国家也发现了类似的情况。斯蒂芬·切凯蒂、彼得·胡珀、布鲁斯·卡斯曼、克米特·舍恩霍尔茨以及马克·沃森的研究都表明，在德国、英国、日本，随着货币政策的规则化，经济状况也好转了。注

在大缓和时期，很少有关于外溢效应和以邻为壑政策的抱怨。世界各大发达经济体都在我称之为“国际合作均衡”的条件下运行。这是除了默文·金提到的几大优点之外，大缓和时期的又一个正面特点。如果每个国家都采用好的以规则为基础的货币政策，那么整个国际体系就会处于一种很好的状态，人们可以很有信心地对未来的货币政策做出预测。注

但是，在此之后出现了倒退的情况。2003—2005年，美联储决定把利率保持在非常低的水平上，这一举动背离了大缓和时期收效良好的、以规则为基础的货币政策原则。即使我们不了解货币政策的规则，也可以很清楚地看到美联储政策的变化：2003年通胀率在2%左右，联邦基金利率只有1%；而在1997年，通胀率也是2%，但联邦基金利率却高达5.5%。美联储的这一政策改变没有产生好的效果。我个人认为这样的政策导致了投资者过度追求高收益率，从而催生了房地产市场的泡沫。此外，在监管方面，很多关于安全性和合理性的规则被一一打破，这些都是日后导致金融危机和全球性萧条发生的关键因素。

2008年秋天的金融恐慌发生以后，美联储通过向金融企业提供贷款以及向外国央行提供掉期交易，成功地达到了提供流动性的目的。美联储的储备金余额快速增长。在正常情况下，美联储的资产规模应在金融危机结束后降至原有水平，但是美联储采用了非传统的货币政策，即大规模的证券购入，我们现在把这一行为称为“量化宽松”。不管你对量化

宽松的效果有怎样的看法，可以确定的是量化宽松不是一种以规则为基础的政策工具，这种政策行为没有可预测性，而且我的研究表明，量化宽松政策也并没有起到很好的效果。[注]量化宽松政策并没有如美联储所预测的那样刺激经济的增长，也并没有让美国经济的恢复过程变得更顺利。对于货币政策规则的另一项严重背离，是自经济危机发生至今，美联储一直实行接近零的低利率政策，按照大缓和时期的货币政策规则，低利率时期早就应该结束了。

对经典货币政策规则的背离并不仅仅出现在美国，这一点最早是由OECD的研究者指出的，现在这已经成为一种全球性的共识。[注]央行的跟风习惯由来已久，2003—2005年，各国央行互相效仿，保持超低的利率水平，现在在量化宽松政策方面，各国央行又一次出现了互相效仿的趋势。在美国推行量化宽松政策以后，日本和欧元区也相继推行了类似的政策，每次量化宽松政策的出台都对汇率产生了可预期的影响。国际清算银行的研究表明，背离货币政策规则的现象不仅出现在OECD国家，也延伸到了世界的其他地方，研究者称这种现象为“世界范围内的大背离”。[注]理查德·克拉里达评论道：“量化宽松政策导致了更多的量化宽松政策。”[注]抗议外溢效应以及呼唤国际合作的声音也随之增长。从各个方面来看，大缓和时期的好日子都已经过去。目前世界货币政策似乎处于一种缺乏战略的混乱无序状态。

从上面的货币政策简史中，我们可以清楚地看到，一旦货币政策背离稳健和可预测的方向，就会对经济产生巨大的影响，正如宏观经济学的基本理论告诉我们的那样。现在，亚历克斯·尼科尔斯科·勒热夫斯基、戴维·帕佩利、鲁克桑达·普罗丹用现代统计学的方法再次证实了这一规律。[注]在详细研究美联储货币政策历史的过程中，艾伦·梅尔茨也得出了相似的结论。[注]

上述经验给我们的教训是十分清楚的：货币政策应该重新回归到过去可预测的、以规则为基础的框架内。虽然从技术上说，美联储要回归

这样的政策框架是完全可能的，但是由于对上述政策规则的长期背离，目前这种回归已经变得困难。

对政策规则的背离意味着这方面可能需要进行一些必要的立法。这些法律要求美联储在调整政策工具的时候，清楚地描述其战略和规则。美联储的任务不仅包括如何选择战略，还包括如何向公众描述这些战略。美联储当然可以根据环境变化，在必要的情况下对政策战略进行必要的调整，但美联储有义务向公众解释原因。

这样的立法是有先例的。《联邦储备法》曾要求美联储向公众汇报货币和信贷总量的范围。这一要求在2000年被驳回。从很多方面来看，我所建议的改革仅仅是重新启用这类法案。有了这样的法案，美联储就可以受到适当的监督，但并不受过多的微观干预。这类法案并不会强迫美联储服从一些机械的原则，也并不会威胁美联储的独立性。事实上，这类法案反而会让美联储更好地独立于政府的执行部门之外。

不管这样的货币政策是否受到法律的支持，我相信我的提议都会收到一些反对的呼声，下面我将对这些反对意见做出回应。

有些人指出，虽然历史证据证明以规则为基础的货币政策对经济运行有正面作用，但这只是一种关联关系，并不是因果关系。但是，这样的论点忽略了事件发生的先后关系和重要的时间顺序：在任何情况下，都是先有政策的变化，然后才出现经济运行方面的变化，这是因果关系的明显证据。先有保罗·沃尔克的决策，然后才出现了大缓和时期。2003—2005年，美联储决定长期保持超低利率水平，2008年就出现了全球性的金融危机。此外，我们还可以找到政策变化影响经济表现的很多因果机制，比如投资者对高收益率的追求，投资者风险偏好的上升，房地产市场的繁荣和萧条，这些因素都和金融危机的发生息息相关。

另一种反对意见和零利率下限有关。有人指出，最近几年央行对政策规则的背离难道不是因为零利率的限制吗？针对这一点我想说，零利

率下限并不是导致央行在2003—2005年采取超低利率政策的原因，也同样不是央行采取目前政策的原因，因为目前的零利率条件并不能限制央行的行为。在2009年曾有一段短暂的时期，零利率确实对央行的行为造成了限制。但是，在经济研究中，零利率并不是什么新鲜事。在很多年之前，我们设计货币政策规则的时候，早已经把零利率的可能性考虑了进去。[注]我们应该做的是保持稳定的货币增长机制，而不是进行大规模的资产购入。[注]

有些人认为，现在以规则为基础的货币政策已经远远不能满足需求了，我们需要更多的国际合作。我认为，目前的外溢效应正是货币政策背离规则，以及央行采取非常规货币政策的恶果。在20世纪70年代美联储采取不稳定的货币政策时，我经常听到关于外溢效应的抱怨。但是在20世纪八九十年代，我很少听到这方面的抱怨。直到最近，这些抱怨才重新出现。理论和实践证据都表明，以规则为基础的货币政策带来了大缓和时期低通胀、持续高增长的优异经济表现。

有些人认为，只要我们有关于通胀率和其他变量的目标，我们就不需要以规则为基础的政策。这些人认为，目标（比如通胀目标和失业率目标）对于有效的政策制定而言已经足够了。只要能实现这些目标，决策者就可以在其他领域任意使用政策工具。这种论调认为美联储并不需要说明和描述他们的战略、决策规则或对政策工具使用的远期计划。如果美联储想保持大缓和时期收效良好的货币政策规则下的利率水平，就像美联储2003—2005年所做的那样，那也可以，前提是能从政策目标的角度论证其合理性。

上述方法被本·伯南克称为“受到限制的相机抉择权”[注]，从某些角度来说，这确实是一种受到限制的相机抉择权，但这种方法并不会产生真正有效的规则。仅仅有一个具体的数据目标并不构成使用政策工具的规则，也称不上是一种战略，最多可以说是一种战术。我相信现实中的证据已经足以证明，受到限制的相机抉择权对货币政策而言并不适用。

此外，一些早已存在的、反对以规则为基础的货币政策的意见最近再次复苏。劳伦斯·萨默斯用医药的例子做了类比，他说：“我宁愿要这么一个医生，大部分时候这个医生完全不告诉我该做什么，但是每过一段时间，如果我的健康碰到了一些特殊的问题，这个医生就会告诉我应该向我的体内注射某种东西。这类医生的建议是不可预测的。”[注]

在这里，我认为情况和“规则与相机抉择权”之争一样（比如沃尔特·海勒和米尔顿·弗里德曼之间的争论）。劳伦斯·萨默斯认为我们应该依靠一位无所不知的专家，这位医生不需要任何规则，也不使用任何规则，就可以对我们所有的健康问题提出建议。

实际上，我们看到，正是因为医生越来越多地参考和服从一系列规则，我们的医学才有了进步。各方面的经验都告诉我们，规则对防范错误、进行好的诊断、采取合适的治疗措施都有着不可估量的价值。[注]当然，对于具体如何执行这些规则，医生应该有自己的独立判断，但是，如果医生完全无视规则，随意跳过必要的步骤，显然会对病人的健康产生巨大的负面影响。没有规则的货币政策就和不参考任何规则的医生一样可怕。

很多人认为，宏观审慎监管政策和反周期政策未来将成为货币政策的重要组成部分。我认为，更重要的任务是将资本金要求和流动性要求提到足够的高度。我们对周期性因素对资本缓冲的影响并没有足够深入的理解，因此不能进行这方面的微调，而且这也将导致央行面临一系列非常复杂的政治问题。

有些人认为，我们应该永远保持量化宽松政策，应该让央行的资产负债表保持目前的较大规模，使用准备金利率和逆回购协议利率来调整短期利率。但是，这些大规模的干涉行为会导致市场的严重扭曲，同时这类政策也不可能规则化，因此我认为不应该在未来的货币政策中永远保留量化宽松措施。我们的目标应该是让央行的资产负债表回归危机前

的规模，让对准备金的需求和供给来决定利息。当然，在过渡期内，我们可以把准备金利率以及逆回购协议当作一种政策工具。我们还可以使用利率走廊机制，让市场利率在上限和下限之间波动，但不触及上限和下限。

央行对市场的前瞻性指引是否应该成为未来货币政策的一部分呢？我个人认为答案是肯定的，但必须符合以规则为基础的央行战略，也就是说此举仅仅是为了保持透明度而采取的一种手段。如果央行通过前瞻性指引对未来做出承诺，结果日后又发现这些承诺是不合适的，就会导致时间上的不一致，因而不应成为货币政策的一部分。

基于上述所有原因，我认为未来的货币政策应该以某种规则或战略为中心，以实现央行承诺的政策目标，此外央行应该向公众提供一致的前瞻性指引，但不应该采用周期性的宏观审慎监管措施或量化宽松措施。

本文是我在IMF举办的“反思宏观政策III：进步与混乱”会议上所做演讲的书面版本。我的演讲是上述会议“未来的货币政策”部分的开幕致辞，这一部分的主席是何塞·比尼亚尔斯。本·伯南克、吉尔·马库斯也参加了这一部分的讨论。

---

1. .本文后来以如下形式出版：“Re-Normalize, Don’t New-Normalize Monetary Policy,”*Macroeconomic Review* (Monetary Authority of Singapore) 13 (October 2014): 86–90。

2. . Mervyn King, speech delivered at the East Midlands Development Agency/ Bank of England Dinner, Leicester, October 14, 2003.

3. . John P. Judd and Glenn D. Rudebusch, “Taylor’s Rule and the Fed: 1970– 1997,”*FRBSF Economic Review* 3 (1998): 3–16; Clarida Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory,”*Quarterly Journal of Economics* 115, no. 1 (2000): 147–180.

4. . Stephen G. Cecchetti, Peter Hooper, Bruce C. Kasman, Kermit L. Schoenholtz, and Mark W. Watson, “Understanding the Evolving Inflation Process,” paper presented at the US Monetary Policy Forum, Washington, DC, March 9, 2007.

5. .参见John B. Taylor “International Monetary Policy Coordination: Past, Present and Future,”BIS Working Paper 437, Bank for International Settlements, December 2013, for a summary。

6. . Johannes C. Stroebel and John B. Taylor “Estimated Impact of the Federal Reserve’s Mortgage-Backed Securities Purchase Program,”*International Journal of Central Banking* 8, no. 2 (2012): 1–42.

7. . Rudiger Ahrend, “Monetary Ease: A Factor behind Financial Crises? Some Evidence from OECD Countries,”*Economics: The Open-Access, OpenAssessment E-Journal* 4, no. 2010–12 (April 14, 2010): 1–30.

8. . Boris Hofmann and Bilyana Bogdanova, “Taylor Rules and Monetary Policy: A Global ‘Great Deviation’?,”*BIS Quarterly Review*, September 2012, 37–49.

9. . Richard Clarida, “Discussion of ‘The Federal Reserve in a Globalized World Economy,’” at the conference, “The Federal Reserve’s Role in the Global Economy: A Historical Perspective,” Dallas Federal Reserve Bank, September 2014.

10. . Alex Nikolsko-Rzhevskyy, David H. Papell, and Ruxandra Prodan, “Devia- tions from Rules-Based Policy and Their Effects,”*Journal of Economic Dynamics and Control* 49 (December 2014): 4–17.

11. . Allan Meltzer, “Federal Reserve Policy in the Great Recession,”*Cato Journal* 32, no. 2 (2012): 255–263.

12. .比如在我1993年出版的以下书籍：*Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation* (http://web.stanford.edu/~johntayl/MacroPolicyWorld.htm)的以下章节：“Design of Policy Systems”（政策体系的设计）中，我提到：“因为名义利率不能为负，方程6–1必须在某个为正的数值处被截断，这里我们在1%处截断方程。也就是说，如果方程6–1中的函数要求名义利率为1%以下，就用1%代替实际的名义利率。这个截断后的方程就是美联储应该服从的货币政策规则”（225–226页）。这是在考虑零利率下限以后，我们找到的最优规则。

13. .我的总体观点是，关于利率的规则应该被看成一种超规则，在通货紧缩或高速通货膨胀的情况下，政策工具可以依据这种超规则转向货币增长。比如，在我1996年的以下论文中：“Policy Rules as a Means to a More Effective Monetary Policy”(*Monetary and Economic Studies* [Bank of Japan] 14, no. 1)，我指出：“在长期通缩或高速通胀的情况下，应该用货币供给规则来对利率规则进行补充”（27页）。在2008年年末美联储的暂时性流动性提供政策开始减弱时，我仍然坚持上述观点。比如，我在2009年1月的美国社会科学联合会会议上发表了如下论文：The Need to Return to a Monetary Framework”（subsequently published in*Business Economics* 44, no. 2 [2009]: 63–72），我在这篇论文中指出：面对负利率的情况，“决策者应该采用米尔顿·弗里德曼提出的著名的常

数增长率原则，或者决策者可以根据经济学原理，设计另一套步骤来决定数量”。我在上述场合还引用了以下论文：Lawrence Christiano and Massimo Rostagno’s“Money Growth Monitoring and the Taylor Rule”(NBER Working Paper 8539 [Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001]),这篇论文指出在技术上一，个更广泛的框架也可以取得成功。

14. . Ben S. Bernanke, “‘Constrained Discretion’ and Monetary Policy,” remarks by Governor Ben S. Bernanke before the Money Marketeers of New York University, New York, February 3, 2003.

15. . Transcript published in the*Journal of Policy Modeling* 36, no. 4 (2013).

16. . Atul Gawande, “The Checklist: If Something So Simple Can Transform Intensive Care, What Else Can It Do?,”*The New Yorker*, December 19, 2007.

15
信贷表面和货币政策

约翰·吉纳科普洛斯 耶鲁大学经济学教授

我认为信贷不但对市场经济繁荣和萧条的大周期有很大影响，甚至对经济的微小波动也有重大影响。但我并不认为经济周期的繁荣与萧条主要受无风险利率波动影响，或者受错误的无风险利率影响。当银行业从业人员说“信贷紧张”的时候，意思并不是指无风险利率过高而扼杀了贷款需求。所谓“信贷紧张”指的是企业和个人想在目前的无风险利率下借贷，却不能获得贷款的现象。这里的紧张指的是信贷市场供给面的情况，而不仅仅是需求面的情况。

之所以某些借款人无法像其他借款人一样在现行的无风险利率下借到钱，是因为债权人担心这些借款人会违约。因此，有风险利率（或者说对有可能出现违约情况的贷款在无风险利率基础上的利率升水）通常比无风险利率更能反映目前的经济状况。尽管如此，央行在它们的宏观经济模型中对违约风险的重视明显不足。[注]我个人认为，要想达到维护金融稳定的目的，央行应该更加重视，并且应该主动调控风险利率。

当债权人对违约风险有所担忧的时候，通常会要求借款人用抵押的方式来保证贷款的安全。因此借款人需要付出多少抵押是经济中的一个重要变量，这个变量我们称为抵押率或者杠杆。同时，债权人还会对借款人的信用水平有所担忧，对于企业借款人而言，他们的信用水平表现为企业的信用评级，对个人借款人而言，他们的信用水平一般由他们FICO信用分数[注]决定。[注]整个经济体的信用状况不能简单地用一个无风险利率指标来表示，而应该考虑整个信贷表面的情况。在这个信贷表

面上，我们可以把债权人愿意贷款的利率（r）想象成一个抵押（collateral）和信用分数（FICO）的函数，即r=f(collateral，FICO)。注抵押和信用分数越高，所对应的利率就越低。当抵押和信用分数达到足够高的水平，利率将会保持在无风险利率的水平，而不能进一步下跌。如果我们比较两种不同经济环境下的信贷表面g和f的特征，很可能出现这样的情况：在信贷表面g和f上，无风险利率是完全相同的，但是信贷表面g仍然表现出比信贷表面f更为紧张的信贷状况。比如说，在信贷表面g上要达到无风险利率需要比信贷表面f上高得多的抵押和信用分数，或者随着抵押和信用分数的下降，信贷表面g所显示的利率上升速度远远高于信贷表面f。

图15–1描述的是房利美和房地美公司30年固定利率房屋抵押贷款在2003年的平均利率水平，我选取的样本规模较大。从图15–1中我们可以看出，随着FICO信用分数和抵押的下降（贷款与价值比率上升），房利美和房地美公司收取的利率会随之上升。注

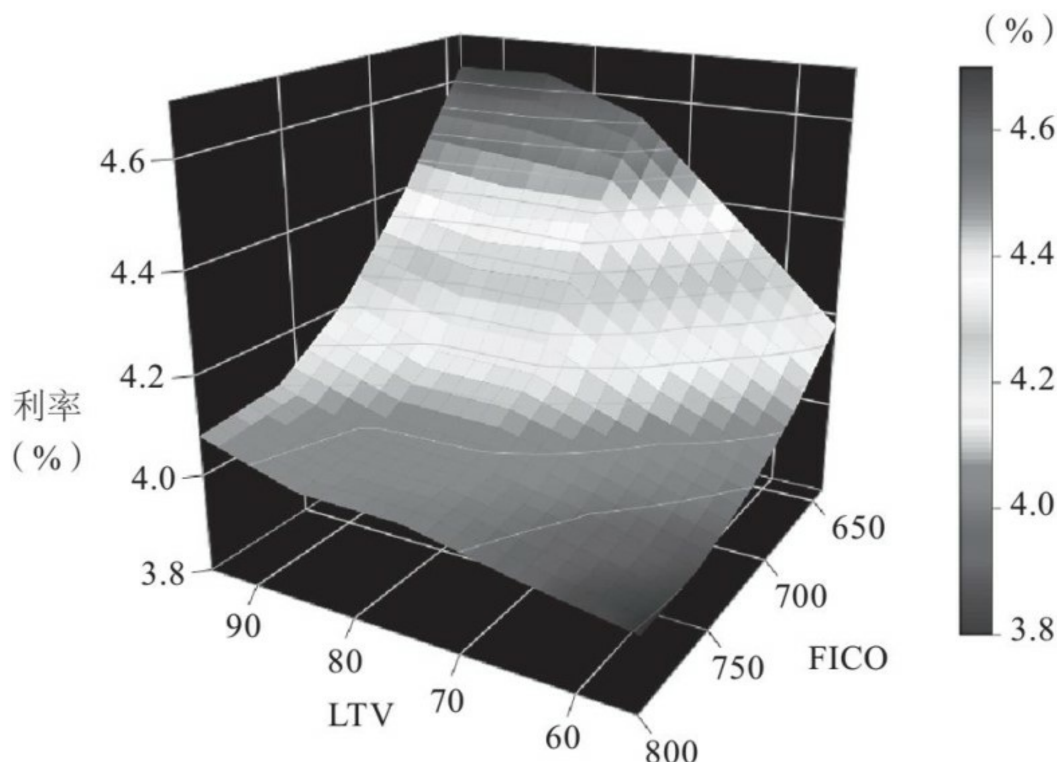


图15–1 二维信贷表面

我个人认为，央行应该每季度对目前的信贷表面状况进行估计。通过研究金融数据中单一交易的利率如何根据借贷条件的不同而发生变化，央行要完成上述任务并不困难。如果能够搜集到银行向潜在借款者提供的利率的数据，那么上述估计还可以变得更加精确。在估计信贷表面的过程中，有时需要用到外推的数学手法，因为在信贷表面的某些地方，没有产生过符合要求的交易（或者交易量不足）。描绘信贷表面的情况，可以帮助我们更清楚地了解目前整个经济体的信贷情况。注

信贷表面理论

经济体中的无风险利率是由一系列因素决定的：包括债权人的耐心程度，对未来经济增长的预期以及其他种种因素。而信贷表面的其他部分主要是受债权人的风险承受能力和对违约的担忧程度决定的，当然，其他传统因素，如债权人的耐心程度和经济增长水平也会有一定的影响，这些因素对信贷的影响可能包含、也可能不包含不确定因素。决定借款人违约概率的因素至少有以下两个：一是抵押资产价值的波动率，二是借款人的负债程度。

抵押资产价格的波动率越大（至少在尾部），债权人就会感到越不安全，因此也会在相同的抵押条件下要求收取更高的利息。借款人的负债程度越高，他们愿意或者能够偿还新贷款的概率就会越低。因此，抵押资产价值波动率的上升和借款人债务水平的上升都会导致更紧张的信贷环境。

相比于无风险利率水平，整个信贷表面的陡峭程度更能反映出信贷环境的紧张与否。借款人明白，要想在相同的抵押条件下借到更多的钱，他们就需要支付更高的利息，因为贷款与价值比率会变得更高。注在传统的宏观经济理论中，任何投资者都可以在现行利率条件下借到任意多的钱。然而当我们面对向上倾斜的信贷表面，借款人通常会受到一

定的限制，和固定利率的状况相比，面对倾斜信贷表面的借款人会借到更少的钱。

在福斯泰尔和吉纳科普洛斯（论文即将发表）的二项式杠杆定理中，我们可以找到一个明显的例子。假设所有的债务都没有任何追索权（也不考虑损失信用的问题），在这样的情况下借款人只会归还抵押资产的价值。在这样的情况下，信贷表面取决于贷款价值比，而与FICO分数无关。从图15–2中可以看出，只要贷款价值比在一定水平以下（能保证贷款绝对安全的水平），利率就会一直保持无风险利率的水平，而对于高贷款价值比的贷款，利率则会随贷款价值比的上升而上升。福斯泰尔和吉纳科普洛斯的理论显示，如果抵押资产不能提供任何直接效用（当抵押资产是抵押支持证券或股票等金融证券的时候，抵押资产就可以产生直接效用），并且只会产生两种可能的报酬，那么任何人都不会在贷款价值比大于图中A点的情况下借贷。图中的A点表示的是不会产生违约情况的最大贷款价值比。经济体中可以观测到的所有借贷交易都会在无风险利率上进行，而大量的借贷者希望能以相同的利率借到更多的钱却无法实现。当图中的A点向右侧移动时，经济体的信贷状况就变得更宽松。当抵押资产价格的波动率下降时，保证贷款完全无风险的最大贷款价值比就会增大，A点也会随之向右侧移动。

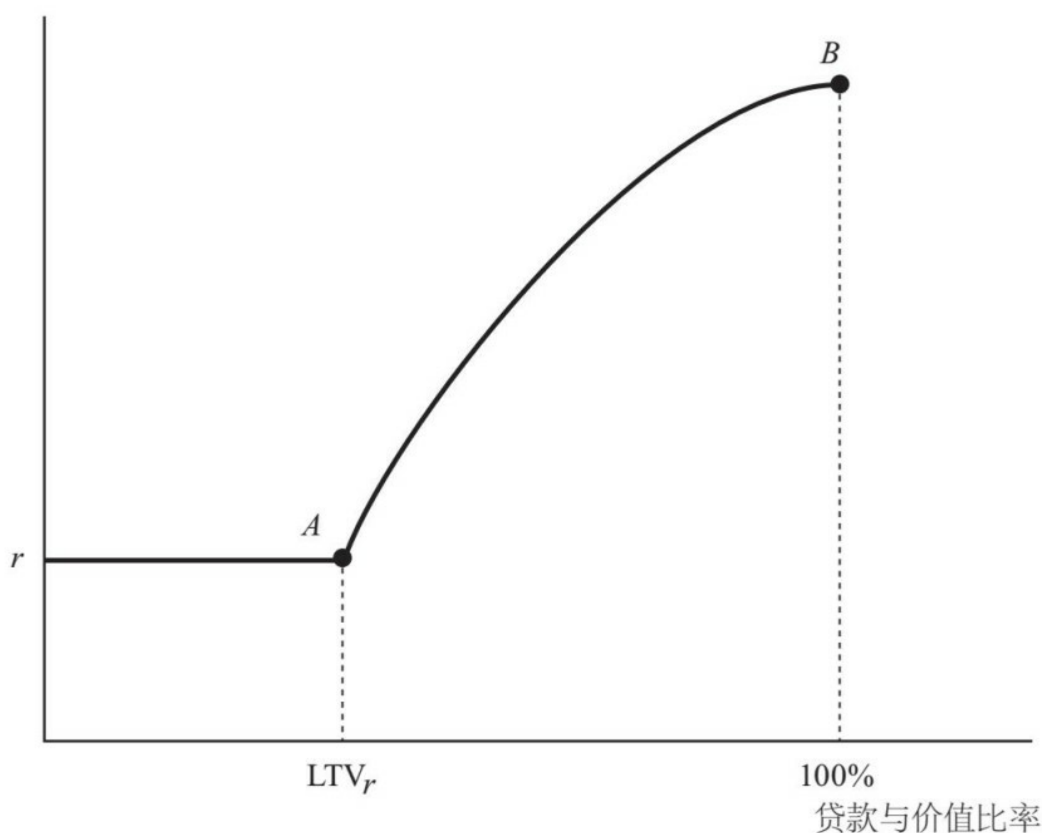


图15–2 一维信贷表面

信贷表面与资产价格

有了信贷表面的信息，我们可以对资产定价理论进行根本性的改进。早在欧文·费希尔的时代，经济学家就已经认识到，无风险利率的变化可以通过影响预期股息的折现值或其基本价值来影响资产的价格。但经济学家却没有充分地认识到，信贷表面的其他地方也可以影响风险资产的价格。我在论文中论证过（吉纳科普洛斯，1997，2003，2010a），宽松的信贷表面会提高对相应的抵押资产的需求，从而导致这些资产的价格上升。注

我们可以通过一些综合评分法，如信贷表面的平均斜率，来衡量信

贷表面的宽松程度。或者我们可以考察实际发生交易的贷款价值比或者FICO信用分数的分布（既可以考虑平均分布，也可以只看前25%的分布），来衡量信贷表面的宽松程度。后一组数据不仅能反映信贷需求面的情况，也能反映信贷供给面的情况，但是在相同的条件下，当信贷表面更宽松时，实际交易中的贷款价值比将会更高，而FICO信用分数将会更低。

上述假设的投资组合随时间变化，两条曲线之间的平均差值既反映出组合方面的变化，也反映出某些特定证券的变化。在2008年8月之后的时期，两条曲线出现了较大的差异，这是因为有些债券被评级机构降级，因而不能再被用作抵押资产，或者由于其他原因而不能被100%视作抵押资产。

图15–3描绘了一个AAA评级的抵押证券投资组合的价值随时间变化的情况，以及以这个投资组合作为抵押能够获得的杠杆随时间变化的情况，我们模拟的时段长达16年，这其中既包括金融危机之前的时间，也包括金融危机之后的时间。(注)在金融危机发生前，资产价格和杠杆的波动非常一致，而在金融危机中和金融危机后，资产价格和杠杆都急剧下跌，然后又再次同时上升，这就是一个杠杆周期。

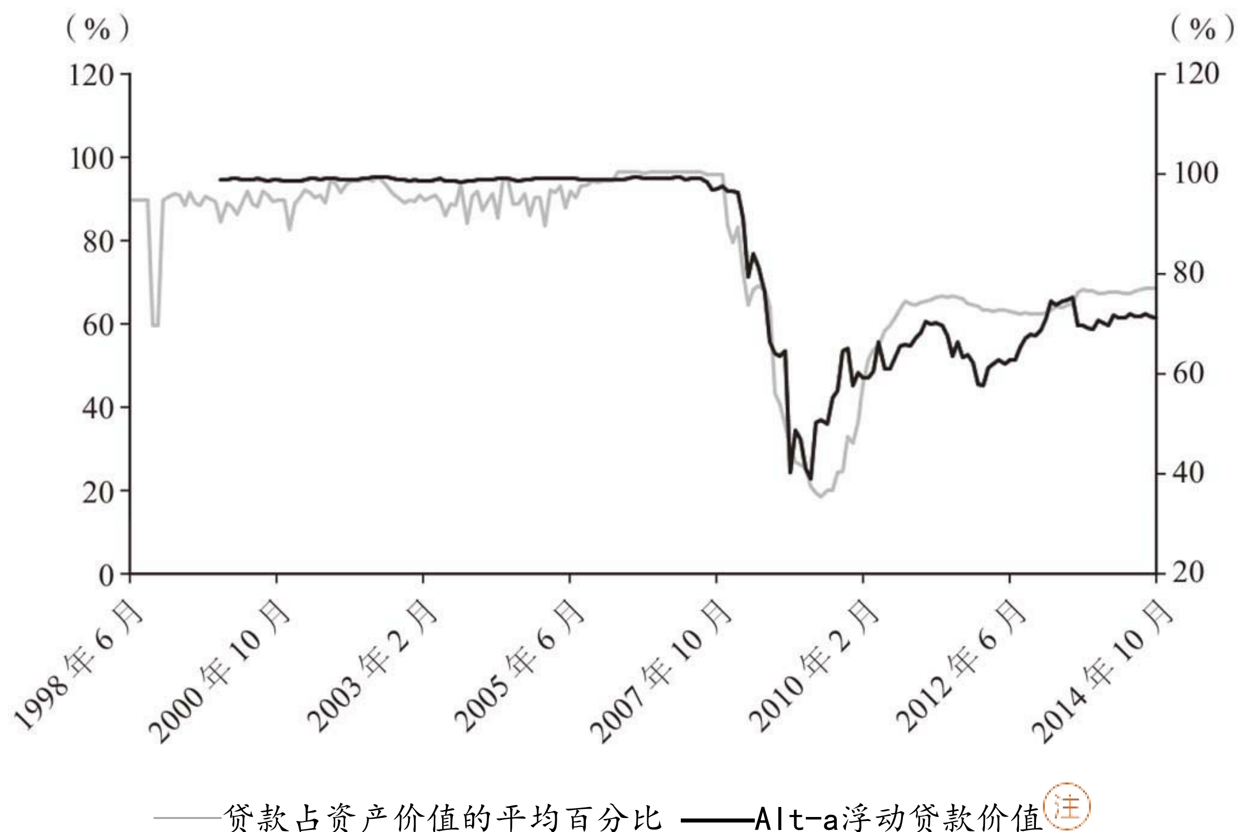


图15–3 抵押债券杠杆周期

注：假设存在一个抵押担保债券的投资组合，这些债券的初始评级是AAA。本图表示的是回购贷款占经销商所能提供的资产价值的平均百分比。我们进行了如下调整：Alt-a浮动贷款价值的时间序列是基于Alt-a贷款的价值下跌与巴克莱（Barclays）提供的抵押资产的时间序列的对比。

如果我们考察抵押贷款的贷款价值比和房地产价格的关系，或者考查学生贷款的贷款价值比和大学学费的关系，或者考察欧洲央行抵押要求和主权债券价格的关系，我们也会看到类似的杠杆周期现象。

多维信贷表面与交易量

前文我们已经多次提到，信贷表面不应该仅仅是一个二维的表面，因为利率还取决于很多指标：比如债务还本付息额与收入的比率，债务与财富的比率，等等。有时候我们很难获得这些数据，信贷的供给常常

会受到一些不可观测因素的影响。比如新的监管制度可能会要求借款人提供更多的文件手续，通过这种方法来收紧信贷的供给。如果我们在估计信贷表面的时候只考虑实际发生的信贷交易，而不考虑这些不可观测的因素，我们就会在实际信贷紧缩的情况下估计出一个虚假的宽松信贷表面。因为实际交易数据中的这些借款人正好是质量较高的借款人，这些借款人可以在同样抵押条件下以较为优惠的利率借贷。在这样的情况下，我们还可以通过观察信贷交易量的下跌来确认信贷情况的收紧。

信贷表面与货币政策

我认为，央行监控并发布信贷表面的信息（以及信贷交易量的数据）可以使公众更好地理解信贷情况的变化，同时还可以提供一个讨论货币政策的框架。这一举措甚至还可以鼓励决策者事先考量他们将采取的干预手段会对整个信贷表面产生怎样的影响，而不是仅仅关注政策对无风险利率的影响。我不清楚美联储理事会是否清楚地了解以下事实：他们最近推出的量化宽松政策（主要通过购入机构的抵押贷款）会极大地放松高收益债券的信贷表面，但不会对信用分数处于平均水平的房贷借款人的信贷状况起到太大的放宽作用。我认为，如果可以公布整体信贷表面的情况，政策制定的过程就会更规范，同时也变得更有针对性。

如果我们认为非常紧缩的信贷环境不利于经济的健康发展，那么在考虑信贷表面的情况下，我们就会得到两个非常根本的结论。第一，央行不仅可以干涉无风险利率，也可以直接影响风险利率（全面考察政策对信贷表面其他方面的非直接影响）。一方面，央行可以通过诸如禁止贷款价值比超过某一水平的贷款（比如，以色列央行就曾在2010年禁止贷款价值比超过60%的抵押贷款）来收紧过热的信贷市场。另一方面，央行可以向在私人板块中无法获得贷款的借款人提供贷款，例如美联储就曾在2009年对每1美元的信用卡、学生贷款或汽车贷款抵押提供95美

分的借款。注欧洲央行也曾对国债采取过类似的措施。

第二，在极端环境中，比如美国2007—2009年面临的环境，或者欧洲现在面临的环境，央行还可以考虑将债务豁免列为它们的政策工具。一旦我们愿意承认可能存在针对央行的违约行为，我们就可以考虑将债务豁免或部分豁免作为一种政策工具。如果这种工具能被合理地使用，有些时候甚至会帮助债权人追回更多的债务，而不会为目前和未来的借款人带来“道德风险”的问题。我们对违约问题的过度反感妨碍了我们对债务豁免工具的理性讨论。注

目前的环境

在本次会议上，很多发言人都指出，在美国，尤其是在欧洲，低迷的经济增长和极低的利率水平已经持续了好几年。有的学者认为，我们已经进入了一个长期停滞时期，这一时期的特征是能提供高预期回报的项目非常稀少。另一种观点则认为，虽然无风险利率确实有所下降，但整体的信贷表面可能变得比以前更陡峭，因此对于很多甚至大部分潜在的借款人而言，目前的信贷环境反而比以前更加紧张。第二种观点只有在信贷表面概念的辅助下才可能被理解。

在美国，针对企业贷款的信贷表面与针对个人消费者（和小型企业）贷款的信贷表面存在明显的不同。我们目前可以观测到两种不同的杠杆周期。信用评级一般的企业，或者债务与股本比率较高的企业可以通过发行利率非常低的债券来借贷。这一现象发生的原因之一是，现在持有AAA评级企业抵押贷款的银行需要支付以前不需支付的资本费用。这导致了AAA评级债券价格的下降，因此也降低了非机构证券化的概率。由于缺乏出售这些债务的渠道，银行变得更不愿意向借款人提供贷款。原因之二是，银行还非常担心回购的问题，所谓回购是指在贷款无法通过审查的情况下银行必须以面值回购贷款。为了解决银行这方面的

担忧，监管者创造出了一种高质量抵押贷款的安全港，这些高质量的抵押贷款不能被回购。但是这一措施反而使银行更加相信低质量贷款存在极大的回购风险。从图15–4中我们可以看出，把2006年的情况和2013年相比，2006年房地美和房利美公司向FICO信用分数低于725的借款人发放的贷款数额要明显大于2013年。2013年规模大于2006年的唯一贷款类别是针对FICO信用分数极高的借款人的贷款。

违约和债务豁免

上次美国的金融危机发生于8年前，2007年2月，当时BBB评级的次级抵押贷款指数首先崩溃。虽然现在美国经济终于走上了复苏的道路，但我认为在本次危机之后我们所犯的最大错误就是没有对大量借款人丧失抵押物赎回权的问题采取有效措施，也没有对个人、小型企业以及政府的债务积压问题做出有效的回应。当然，我们挽救了我们的银行系统免于破产。但我认为如果时光倒回，我们更应该做的是部分豁免次级抵押贷款。

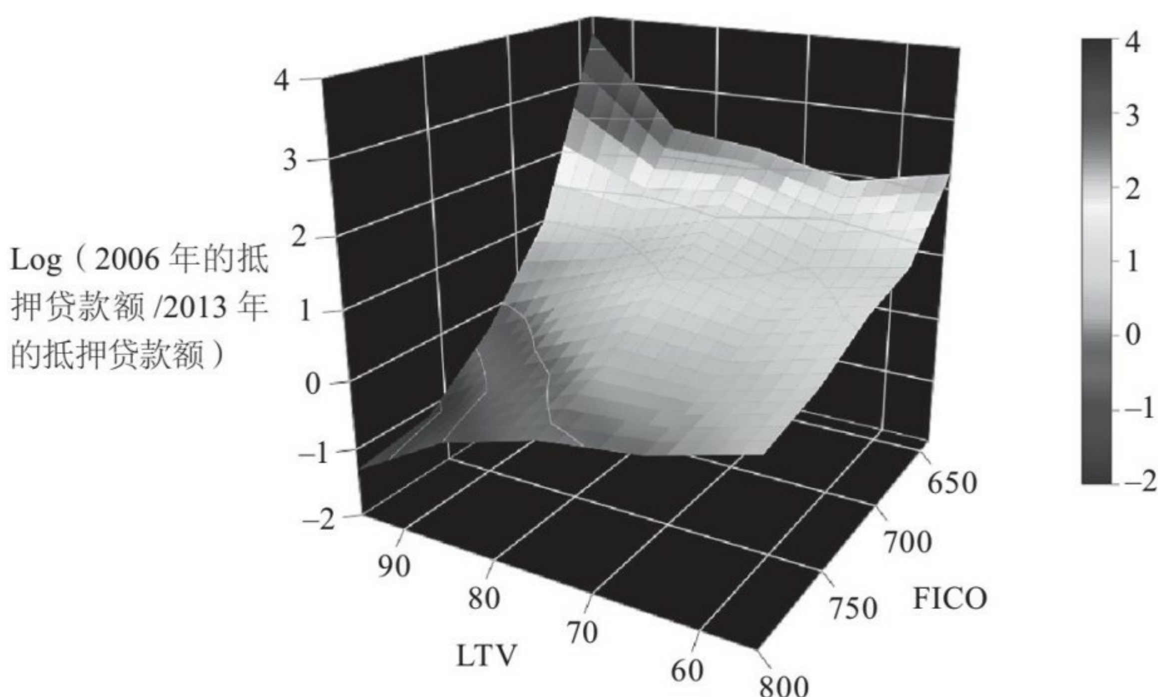


图15–4 贷款数量的变化，2006年和2013年的比较

由于美国的次贷危机，大约有400—700万个家庭失去了抵押房屋的赎回权。失去抵押物赎回权的家庭数量甚至超过了希腊的人口总和。2008年10月，我和苏珊·柯娜科一起参加了一次《纽约时报》的专栏讨论，在这次讨论中，我警告大家，目前存在严重的借款人丧失抵押物赎回权问题，并且预测政府采取的通过暂时减少利息来保护房贷借款人的努力是不会成功的。我们认为，由于次级贷款的借款人本来信用分数就低，他们并没有很强的保护信用分数的动机，而且目前他们抵押物的价值低于借款数量，他们的收入也因经济危机的影响而大幅下跌，因此他们违约是必然的。对于贷款价值比在140%—160%之间的次级抵押贷款而言，当时平均每月新增的违约率高达7.4%。

在2009年3月的另一次《纽约时报》专栏讨论中，我和苏珊·柯娜科认为减少本金的价值是目前帮助房贷借款人、房贷债权人以及整个国家的唯一方法。次级贷款的违约问题给整个国家造成了巨大的损失。平均收回率不足25%。因为在很多州，要想将住户强制赶出他们自己的房

屋，银行需要花费18个月到3年不等的时间和巨大的代价。在此期间，借款人不支付贷款，不支付房产税，房屋得不到合理的修理，甚至被恶意破坏，但同时银行还必须支付房屋经纪人的费用。假设有一笔价值为160 000美元的次级抵押房屋贷款，而房屋目前只值100 000美元。如果上述债务的借款人在经济危机中失去了工作，或者预期收入大幅降低，显然他会选择违约不支付房贷。

在借款人违约的情况下，债权人只能收回约40 000美元。但是如果我们采取债务本金豁免的措施，只要求借款人偿还90 000美元的本金（我们还可以提出这样的条款：如果房屋未来价格上升并被出售，那么房屋出售款超过100 000美元的部分必须有一半交给债权人），这样不管是债权人还是借款人都会得到好处。借款人可能因此选择继续居住在自己的房屋中，并继续努力偿还贷款，或者她可能会考虑尽快出售房屋，将90 000美元本金还给债主，同时自己获得10 000美元的现金。不管借款人采取上述两种方案的哪一种，债权人收回的本金都远远大于违约情况下的40 000美元。这还没有考虑上述债务豁免手段对整个经济体和房地产市场价格的巨大好处。如果很多房屋发生房贷违约的情况，那么这些房屋就无法在房地产市场上销售，从而会导致房价进一步下跌。

当债务金额高于抵押物价值的时候，在借款人违约之前采取部分豁免债务的措施可以消除道德风险的问题。当然这会产生另一种风险：有些本来可以支付全额本金的借款人因为这样的措施只支付了部分本金。要想计算出债务豁免措施导致的具体损失，我们需要对每一笔贷款进行认真的分析，并建立一个模型，全面考虑债务豁免措施对房价的影响。我本人目前正在进行这方面的研究。

参考文献

Fostel, Ana, and John Geanakoplos.Forthcoming. “Leverage and Default

in Binomial Economies: A Complete Characterization.”*Econometrica*.

Geanakoplos, John. 1997. “Promises, Promises.” In*The Economy as an Evolv- ing Complex System II*, ed. W. Brian Arthur, Steven Durlauf, and David Lane, 285–320. Reading, MA: Addison-Wesley.

Geanakoplos, John. 2003. “Liquidity, Default, and Crashes: Endogenous Con- tracts in General Equilibrium.” In*Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Eighth World Conference, Vol. 2*, 170–205. Economet- ric Society Monographs. Cambridge: Cambridge University Press.

Geanakoplos, John. 2010 a. “The Leverage Cycle.”*NBER Macro-Annual* 2009:1–64.

Geanakoplos, John, 2010 b. “Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle.”*FRBNY Economic Policy Review*, August, 101–131.

Geanakoplos, John, 2014. “Leverage Default, and Forgiveness: Lessons from the American and European Crises.”*Journal of Macroeconomics* 39, Pt. B (March): 313–333.

Geanakoplos, John, and Susan Koniak. 2008. “Mortgage Justice Is Blind.” Op-ed.*New York Times*, October 30.

Geanakoplos, John, and Susan Koniak. 2009. “Principal Matters.” Op-ed.*New York Times*, March 5.

---

1. .当然，央行非常关注银行机构的偿付能力，但当央行进行宏观经济需求和增长的预测时，我认为它们没有充分考虑违约风险的问题。

2. .FICO是一家向金融机构提供信用分数的私人公司，信用分数可以帮助金融机构进行相关决策。FICO信用分数并不能完美地衡量借款人的信誉。在理想情况下，我们应该度量即使在没有抵押物的情况下借款人偿还贷款的意愿，但要进行这样的估计，我们就需要计算内在惩罚（比如名誉的损失和违约带来的尴尬等）和消费或财富的边际效益之间的比例。

3. .每一种类型或每一个到期的抵押物都应该对应不同的信贷表面。我们还可以考虑加入贷款价值比和信用分数以外的变量，比如债务与收入比率和债务与财富比率。

4. .理论上说，完整的信贷表面还应包括非机构贷款。这样我们就能够考量更多不同种类的利率情况一。然而要做到这点我们面临着这样的困难：这种非机构贷款通常属于另一种类型的贷款（比如浮动利率贷款），因此很难为这类贷款分配一个便于横向比较的利率，但是我们或许可以通过所谓"期权调整利差"来解决这个问题。

5. .信贷表面的概念首次出现于我在1997年发表的论文中的均衡模型，而关于央行应该监控信贷表面的建议则出现于我2014年发表的论文。

6. .如果我们为信贷表面加入更多的维度，比如债务还本付息额与收入比率、债务与财富比率，那么贷款规模越大则利息越高的规律仍然不会改变。

7. .债权人在几十年甚至几百年前就认识到了以下的原理：考虑图15–2中所描绘的二项式模型，当信贷表面变得更宽松时，A点会向右侧移动。因此任何之前受到信贷限制的借款人会自然地运用现有的抵押物借更多的钱。但是他们打算如何使用借来的更多的钱呢？所有其他选择的边际效用都没有改变。但是，如果增加抵押资产，边际效用就会变得比以前高，因为现在他们可以用更大规模的借贷来支持消费。

8. .我们可以将杠杆理解为图15–2中A点的贷款价值比值。我们是这样计算投资组合的价值的：首先我们利用巴克莱的数据考察与保证不会违约的类似抵押贷款的价格差，然后用100减去这个价格差。保证不会违约的浮动利率贷款（本期的利息等于现行利率）的价值永远是100，因此，纵轴所表示的就是违约风险与Alt-a证券中的AAA部分一样的浮动贷款证券的价值。

9. .这可能会导致一系列针对特定借款人群体的新政策。

10. .如果政策根本不允许央行考虑他们的贷款面临违约风险的问题，那么央行就不可能计算出部分债务豁免措施带来的损失。我个人认为，央行不可能完全独立于财政机构（如财政部）之外。我们需要设计一套完善的机制，既允许央行赚钱，也允许央行亏损。但是如果私有板块的债务被集中在一起（如次级贷款证券化过程中的情况那样），那么就不存在一种有效的合作机制，让这些债权人能够部分豁免借款人的债务。我认为，在极端情况下，决策者应该考虑要求私有板块的债权人采取债务本金豁免手段，同时央行本身也应采取债务豁免措施，具体讨论可参见我在2010年发表的第二篇论文。

11. FICO信用分数是根据美国个人消费信用评估公司开发出的一种个人信用评级法而得出的信用评分。——编者注

12. Alt-a贷款是指一类比抵押贷款风险大，但比次级抵押贷款风险小的贷款。——译者注

16
对未来货币政策的评论

吉尔·马库斯 南非央行前行长

本次金融危机发生之前，货币政策相对来说比较简单，可预测性也比较强。在大缓和时期，全球普遍出现了低通胀现象，将通胀率设为政策目标（不管是正式的还是非正式的）成为各国央行最主流的政策框架。利率政策更多地被用于保持物价的稳定，而在这方面央行几乎拥有不受任何干扰的独立性，当时很少有人意识到长期的低利率会对金融系统的稳定带来风险，因此制定货币政策的时候也没有考虑到这一点。用默文·金的话说，当时的货币政策实际上确实实现了政策目标，但是成功的标志却是非常“无聊”的。然而，随着国际金融危机的发生，如今货币政策变得非常不“无聊”，现在大家的呼声反而变成了“让我们回归无聊的时代吧”。

在全球金融危机发生的时候，我们还不知道未来我们会面临这些问题：仅仅以控制通胀率为目标是否足够？如果不够，我们应该如何修改或补充我们的政策框架？央行的政策任务是不是应该扩展？如果是，谁有权这么做？对央行的预期应该是什么？本次国际金融危机的经验告诉我们，没有什么事情是静止不变的，即使在最好的时代，央行也需要面对不确定的未来，我们必须随时做出必要的调整和改变，来适应我们不曾预料的情况。但是，目前关于货币政策是否应该改变，以及究竟应该如何改变仍然存在着巨大的争论。我在本文中将简单讨论以下三个问题：第一，央行独立性方面的挑战；第二，货币政策和金融稳定的关系；第三，如何处理发达经济体的货币政策所产生的外溢效应，尤其是

这些外溢效应会对新兴市场经济体的汇率政策产生怎样的影响。

关于央行独立性的挑战

上次在IMF举办的“反思宏观政策Ⅱ”的会议上，IMF时任常务董事克里斯蒂娜·拉加德认为，各国央行在本次危机发生时扮演了英雄般的角色，她认为，如果不是各国央行（尤其是发达经济体央行）在危机发生时采取的种种非常规举措，本次危机对世界经济的打击可能还会严重得多，是各国央行拯救了世界经济。但是这种把央行当作英雄的看法也给央行造成了很大的压力，这种看法不仅导致公众可能对央行产生不切实际的预期，以及扩大央行任务范围的呼声，甚至会导致部分公众认为央行的权限过大。这种趋势如果任其发展，最终可能导致反噬，对央行的独立性及其政策任务都会产生严重的影响。虽然目前保持物价稳定仍然是央行的核心任务之一，但全球金融危机的经验使得人们对央行应该做什么、能够做什么产生了更高的期望。人们尤其感兴趣的是，如果央行的任务范围扩大，它们保持经济增长和金融稳定的任务应该如何与保持物价稳定的任务相结合。人们似乎从来没有考虑过哪些事情是央行无法做到的，也没有考虑过哪些事情是央行不应该做的。

在很多情况下，央行似乎成了解决经济问题的唯一权威机构，他们不得不在必要的时候采取很多非常规措施，这些情况都导致了在某些情况下货币政策和财政政策的界限模糊。虽然货币政策一直具有分配效应，但央行资产负债表方面的政策很可能在这方面产生了更广泛的影响，因为资产买卖方面的选择通常会涉及不同的市场板块。事实上，随着央行资产负债表规模的扩大，货币政策正变得越来越政治化。因此，不仅产生了要加强对央行进行监管的呼声，甚至还有人呼吁央行应该在更大程度上对公众负责。更重要的是，如果加强对央行的监管，就可能对央行以及货币政策的独立性产生影响。

埃森格林和韦德·迪毛罗2015年的论文认为，央行不应该担心产生亏损，而世界清算银行的戴维·阿彻和保罗·莫泽·伯姆2013年的论文也指出央行并不是赢利性组织，他们的目标不是获取利润，因此在做决策的时候也不应该以利润为重要考量。这些学者认为央行的资产负债表应该被视作更大范围内政府预算约束的一部分。

然而，在现实中，央行资产负债的盈亏却会导致很多直接的政治问题。不少发达国家和新兴市场经济体都曾对外汇市场进行干预。然而一旦在这一过程中发生亏损，央行就会受到潜在的压力，比如瑞士央行就曾面对这样的压力。在美国，美联储越来越受到政治监管的压力，甚至还有人提出了“审计美联储”的法案。2015年2月，在参议院银行业委员会的听证会上，美联储主席珍妮特·耶伦表示：“这个法案会将货币政策政治化，导致美联储不得不承受短期政治的压力。”

在美国实施量化宽松政策的时候，大量资本涌入新兴市场经济体，在对这些资本流入进行冲销干预的过程中，很多新兴市场经济体（如南非）的央行就面临着亏损的问题。亏损产生的根源是很多新兴市场经济体的利率与发达国家的利率之间存在显著的利率差（发达国家的利率为零或接近于零）。如何处理和解读这些亏损在每个国家各不相同，因为每个国家的会计准则和制度结构存在差异。但是这些亏损可能导致（甚至在有的国家已经导致了）央行和财政部门之间的冲突。

即使央行有意识地收缩它们的管理范围，也很难躲避上述风险。很多国家的央行都发现，如果它们把任务范围定得过于狭窄，比如只关心通胀率，这种行为同样会伤害央行的独立性和威信。如果央行只关心通胀目标，而忽略了经济增长和失业率问题，那么央行的合法性就会受到质疑。同样，如果央行无视金融稳定性问题，他们也会受到质疑。在现实中，一旦因为金融不稳定而发生了金融危机，央行也绝对不可能逃避危机情况下加在它们身上的种种责任。同样，非常规货币手段可能导致急需的财政改革和结构性改革被推迟，最终也可能损害央行的信誉。

因此，在任何时候公众都可能觉得央行做得过多或过少，央行必须面对这样的一种挑战。对这个问题的复杂性，我认为目前公众的了解程度还显著不足，我们未来的核心任务之一就是必须向公众提供更多的知识和信息，让公众理解上述挑战的存在。因此，货币政策和央行的重要职责之一，就是通过交流向公众传达央行和货币政策的作用和局限。这个挑战并不是金融危机后新产生的，但是可持续的拓展项目（不仅是针对市场的，还包括针对公众的）正变得越来越重要。

货币政策和金融稳定的关系

我想讨论的第二个问题是，是否应该把维护金融稳定的目标纳入货币政策框架。虽然大家都不否认金融稳定的重要性，但是否应该将其纳入货币政策的框架却仍然存在很多争论。我们是否应该如克劳迪奥·博里奥（2013）及其他学者所建议的那样延长货币政策的时间范围，从而更好地应对金融周期的问题呢？在最近的一次演讲中，当被问及货币政策是否应该同时负责保持金融稳定和物价稳定时，克里斯蒂娜·拉加德指出，“简言之，我认为答案是‘不’”（拉加德，2015）。我认为，如果我们在金融危机之前通过收紧货币政策来避免杠杆积聚，那么货币政策肯定会收紧到严重影响经济增长的地步。然而，虽然我大体上同意货币政策应该关注物价稳定，而宏观和微观审慎监管政策应该关注金融稳定，但我同时也认为我们不应该过于拘泥于这样的教条，我也不认为上述说法在任何条件下都成立。在现实中，我相信有的时候必须用货币政策来限制资产泡沫的产生，也有的时候必须通过放宽货币政策来保持金融的稳定，因为各种政策工具并不是孤立的，利率会影响金融稳定，宏观审慎监管政策也同样会影响物价稳定。尤其是，有的时候金融不稳定风险产生的根源正是利率过高或过低，在利率过低的时候，就可能产生过度的杠杆。在制度允许的情况下，各种政策之间应该尽量合作，因为货币政策和宏观审慎监管政策会互相影响对方目标的达成。不管宏观审

慎监管政策的制定是否交由央行处理，上述规律都同样成立。要确保两项政策更好地配合，我们必须同时对两项政策都有深入的理解，这样才能在不同的情况下灵活地使用两种不同的政策手段。

此外，货币政策和宏观审慎监管政策之间的区别本来就不十分清楚。对外汇市场的干预就是一个很好的例子。现在，大家已经不认为基础的通胀目标模型结合完全的浮动汇率制是一种理想的体系。大家越来越接受对汇率进行一定程度的干预。但是，干预汇率的动机可以是各种各样的，这样的干预可以被视作货币政策，也可以被当作宏观审慎监管政策，甚至可以被解读为产业政策。这些政策之间的界限是模糊的。当资本大量流入的时候，央行的干预措施是为了减少资本流入对资产和信贷市场的干扰，并且控制过度杠杆的产生吗？如果是这样的话，这是否是一种宏观审慎监管政策措施？又或者这种干预是因为央行担心信贷市场的变化会影响通胀率？在这样的情况下，我们是否可以将这种干预看作货币政策？再或者，在资本大量流入的情况下，我们是否出于对国家竞争力方面的担忧而进行干预？虽然上述问题一般发生在新兴市场经济体，但并不是说发达国家就不可能面临这样的问题。在金融危机以后，很多关于货币政策的争论都谈到了货币战争的问题：瑞士想要限制瑞士法郎的升值幅度，而有些人认为近期欧洲央行所采取的量化宽松措施就可以解读为一种关于国家竞争力的措施。

对发达国家货币政策外溢效应的处理

发达国家的货币政策，特别是非常规货币政策，对世界其他地方，尤其是新兴市场经济体产生了严重的外溢效应，因此我们在思考未来的货币政策方向时必须考虑到这一问题。发达国家的货币政策使大量资本流入新兴市场经济体，导致这些国家的货币升值，资产与债务的到期时间不匹配，信贷与资产市场过热。而一旦发达国家改变政策方向，新兴市场经济体又面临着资本的流出和波动率的上升。最近，因为市场对美

国货币政策正常化的时间点和幅度的猜测，导致了美元的升值，而新兴市场经济体的货币则严重贬值，并且伴随波动率的上升。

有些学者认为，上述过程只是暂时的，一旦发达国家的货币政策重新正常化，资本流动也会随之正常化，但是，我们应该认识到，在发达经济体中，非常规货币政策可能长期存在，目前我们尚未看到这些非常规货币政策何时会结束。欧洲央行在这方面才刚刚开始，日本的非常规货币政策会产生多大的效果目前尚不清楚，我们也完全不知道美国经济何时才能完全正常化。更重要的是，我们无法确定现在是否处于一个长期停滞的阶段，如果我们确实处于长期停滞的阶段，那么资本流向新兴市场经济体的现象将长期存在。因此，我们可能需要长期面对资本流动的波动和不确定性。

新兴市场经济体应该如何应对这些情况？目前事实已经证明，仅仅依靠以通胀为目标的货币政策（对利率的调整和对汇率的干涉）是不能完全解决问题的。新兴市场经济体目前正在（也完全应该）担忧金融稳定性和国家竞争力的问题。在目前的世界中，并非所有货币都采取浮动汇率制，不采用浮动汇率制的国家目前调整汇率的负担尤其沉重。甚至连IMF也放弃了让资本完全自由流动的方法，认为现在有必要进行适当的资本管理和冲销干预措施。然而，我们已经发现，冲销干预的成本很高，不同国家资金流管理政策的效果有好有坏，取决于国内金融市场的结构特点。尽管如此，对这方面的问题如今仍存在很大的争论。比如，智利20世纪90年代对资本流入的管控政策是否起到了应有的效果？巴西的资本管理政策效果怎么样？虽然在这方面已经进行了大量的研究，但我们对上述问题仍然没有一个统一的答案。

很多学者声称，新兴市场经济体应该通过发展它们国内的金融市场，并提高金融市场的自由度来降低对国外资本流动的敏感度。然而事实上，正是那些金融市场流动性高、有深度的新兴市场经济体吸引到了更多的资本流入，也因此更可能面临资本流出的风险，因为资本要进出

这些国家相对来说更为容易。这一结论已经得到很多研究的支持（如埃森格林和吉普塔，2014）。资本的流入和流出会对货币政策产生很大的影响，因为汇率的变化会产生通胀压力。当然我并不是说不应该鼓励新兴市场经济体发展国内的金融市场，但我们应该意识到仅仅采取这一项措施效果有限，并不能完全解决资本流动对这些国家的冲击。尤其在发达国家的货币政策导致大量资本流入的时候，这些国家所承受的压力会更大。

拉古拉迈·拉詹认为，新兴市场经济体对发达国家的指责并非全无道理。新兴市场经济体认为，发达国家在实施和放弃非常规政策，以及推行这些政策的时机和速度的时候，只考虑本国的情况，这是一种不负责任的行为。

正如拉古拉迈·拉詹所说："资本流入国由于杠杆和羊群效应的关系变得更加脆弱，因此它们有权要求发达国家停止这些政策，并要求发达国家在推行这些政策的时候至少在一定程度上考虑其外溢效应"（拉詹，2014）。我同意拉古拉迈·拉詹的上述观点。

因此，这意味着极有必要建立更协调的国际货币政策。虽然发达国家的货币政策不仅影响新兴市场经济体，但新兴市场经济体确实是最大的受害者。虽然这些国家面临和承受这样的局面已经有很长时间了，但这并不说明我们不应该更认真地对待这个问题。发达国家至少应该认识到，国内的货币政策会影响其他国家。我们应该立即着手建立国家间的双边信贷额度。此外，针对流动性不足时央行之间的最后贷款人功能（比如央行间的货币掉期）也应建立更明确的国际合作。我们应该尽快在相关论坛上优先讨论上述问题，即使尚未面临需要立刻解决的诉求，我们也应该尽早在原则上做出决策。

虽然最近的美联储谈到了其政策可能的外溢效应，但要解决这个问题最终还要靠各大发达国家的实际行动，毕竟空谈是不能解决问题的。

未来具有高度的不确定性。各种各样的政治问题导致了各种局部和区域冲突的产生，这也增加了我们未来可能面临的风险。现在，我们需要冷静的头脑、清晰的思考，以及各国央行之间更多的交流与合作。教条主义不是目前的最佳策略。在应对上次金融危机的过程中，各国央行都表现出了惊人的创新、善意以及勇气。但是未来我们将面对更多新的挑战，这需要大家的集体智慧。我们绝不能低估世界的关联性。毕竟，我们现在尚不清楚世界新常态究竟是什么样子。在无数的数字和统计数据背后，是无数活生生的人的真实生活，在我们做任何决策的时候，都应该牢牢记住，我们的决策会对这些人的生活产生巨大的影响。

信心和信任很重要！

参考文献

Archer, David, and Paul Moser-Boehm. 2013. “Central Bank Finances.” BIS Paper 71. Bank for International Settlements, April.http://www.bis.org/publ/bppdf/ bispap71.pdf.

Borio, Claudio. 2013. “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?” BIS Working Paper 395. Bank for International Settlements, December. http://www.bis.org/publ/work395.pdf.

Eichengreen, Barry J., and Poonam Gupta. 2014. “Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets.” Policy Research Working Paper WPS6754. World Bank, Washington, DC, January 1. http://documents.worldbank.org/curated/en/2014/01/18832605/ tapering-talk-impact-expectations-reduced-federal-reserve-security-purchases- emerging-markets.

Eichengreen, Barry, and Beatrice Weder di Mauro. 2015. “Central

Banks and the Bottom Line.” ProjectSyndicate.org, February 12. http://www.project-syndicate .org/commentary/central-bank-balance-sheet-losses-by-barry-eichengreen-and- beatrice-weder-di-mauro-2015-02.

Lagarde, Christine. 2015. “Monetary Policy in the New Normal.” Remarks at the 2015 China Development Forum Panel Discussion, Beijing, March 22. https:// www.imf.org/external/np/speeches/2015/032215a.htm.

Rajan, Raghuram.2014. Concerns about Competitive Monetary Easing.”Remarks at the Policy Panel Discussion, the 2014 BOJ-IMES “Conference on Monetary Policy in a Post-Financial Crisis Era,”organized by the Institute of Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo, May 28.

未来的财政政策

17
21世纪的财政政策：对税收国家极限的测试

维托尔·加斯帕尔 葡萄牙财政部前部长

公共财政和财政政策正在寻找新的范式。理查德·马斯格雷夫对公共财政三大基本职能的定义——资源配置、收入分配以及稳定作用——在半个世纪以后已经显得不那么充分了。同样，把市场失灵作为政府干预必要性的理由也已经出现了漏洞和不足。在现实世界中，关于市场有效性的那些假设通常很难真的成立。我们知道，市场失灵现象其实是广泛存在的，因此我们无法据此判断政府什么时候应该干预，什么时候不应该干预。显然，全面对称的信息、完全市场、无外部效应、完全竞争、无交易成本等假设在现实生活中很难真的成立。而除了上述这些，我们还需要考虑到人类的行为也有很多非理性的成分，而这些非理性行为进一步加深了市场失灵的程度，比如有限的计算能力、短视、嫉妒、贪婪、恐惧以及其他种种。伊曼纽尔·康德曾说过一句非常有名的话："人性这根曲木，决然造不出任何笔直的东西。"因此，我们还应该考虑到，政府的干涉也可能是不完美和非理性的。就像布拉德福德·德隆在他的论文中所说的那样："我们都知道市场失灵现象有多坏，但事实上，政府失灵的害处并不比市场失灵的害处小。"

在这个方面，我们还可以提出很多更深刻的概念性问题。究竟在哪些领域中政府干预会比私营板块运作更好地代表社会的利益？我们应该如何设计公共板块组织，以确保公共板块的机构既有动力也有办法去完成它们应该完成的任务？在发生问题时，如何追责？政府和市场应如何

共同进化，以服务于公民的利益？这方面悬而未决的问题还有很多，上面列出的只是其中的一小部分。

现在，我们暂时还没有找到公共财政的全新范式，目前在公共财政领域，以下几点是我们普遍认为国家应该干预的：

•宏观经济的稳定和增长

•提供基本的公共服务

•提供社会安全网络

•公平的财富分配

•市场的管理和竞争

•对大型灾难性风险的保险措施

显然，上面这个清单已经大大简化了实际情况。比如，我还没有提到国际方面的问题。要想了解公共财政在国际方面面临着怎样的困境，我们只要想想全球变暖问题和欧元区的危机就可以有个大致的了解了。

当我们进行公共财政方面的分析时，一个非常重要的问题是国家用什么来源的收入支持上述干预活动。根据马克斯·韦伯的著名定义，这里的“国家”一词指的是任何成功垄断了暴力的合法使用权的人类共同体。此外，熊彼特还补充提出了现代化国家的另一个重要特征：它们的收入来源是税收。所谓“税收国家”就是指能够强制收取私营板块的资源，将这些资源用于支付国家各方面活动费用的政治组织。

然而，在21世纪，税收国家为了维持其不断扩张的预算而征税的能力正面临越来越大的压力。公共财政受到很多动态变化因素的影响，如全球化、技术革新、人口转变、区域一体化等。不断出现的外界冲击也

限制了税收国家的反应能力。因此，100多年前熊彼特提出了一个重要的问题：税收国家的极限在哪里？

显然，今天本文的篇幅无法全面回答这个深刻的问题。未来，IMF的财政事务部门一定会把探讨这个问题的各个方面作为它工作计划的一部分。比如，IMF将在2016年发布一份关于财政目标和政策框架的政策报告。

在本文接下来的篇幅中，我将主要讨论上面列出的第一个问题，即公共财政与宏观经济稳定和增长的关系。我的讨论将主要针对以下两个问题。第一，如何设计财政政策才能最小化未来发生经济和金融危机的可能性并减轻危机的严重程度？第二，如果财政政策根据某些规则来行动，那么财政政策如何对宏观经济的稳定和经济增长做出贡献？

管理公共财政的风险

目前，在各个发达经济体中，政府债务已经达到了有史以来和平时期的最高水平。此外，显然政府债务只是公共财政的一部分。孤立地着眼于政府债务会产生一些误导性的结果。在政府债务以外的更广范围内，公众财政领域目前存在着规模可观的各式各样的风险。目前某些发达经济体显然面临着低增长和低通胀的风险。而发展中经济体正面临着汇率的不利变更及不良融资条件的风险。大宗商品价格的大幅波动伤害了大宗商品的出口国。由于主要经济体的货币政策存在明显的差异，导致利率增长差值存在突然上升的可能性，而这种情况将会导致债务的不可持续性。此外，对于所有国家来说，人口结构的改变都对财政政策的制定者提出了严重的挑战。业绩不良的银行及公共企业的远期债务问题又是风险的一大来源，一旦宏观经济基础出现恶化，这些风险就可能产生现实的危害。更严重的是，由于缺乏制度化的安排，上述远期风险在现实化之前很难受到限制，因为国家一般只扮演危机情况下最后救援的

保险提供者角色。一旦这些风险被现实化，它们可以很快超越国界，造成区域性甚至全球性的危机。(注)

面对高额的债务和风险，我们可以提出以下核心政策问题：在这个充满风险的世界上，如何保证公共财政的安全？我们应该怎样对这些风险进行分析和评估？财政政策是否能够帮助我们减轻这些风险，并起到促进可持续和包容性增长的作用？

在分析财政风险的时候，大部分分析框架都公开或隐含地依靠一些未经证实的假设，这些假设通常针对上述风险的行为特点和其他相关因素。比如，学者们可能会假设财政风险是独立的（即财政风险的产生并不增加或减少其他风险产生的可能性），对称的（即针对公共财政的正面和负面冲击的可能性相等，并且带来的损失和收益程度也相等），或者线性的（即干扰因素的大小与干扰因素产生的成本和收益成正比）。

上次的国际金融危机用沉痛的教训告诉我们，上述假设存在很大的局限性。从国际金融危机的经验中，我们可以发现事实是这样的。

1.财政风险是高度关联的。在公共财政方面，通常坏消息都是扎堆产生的。图17–1显示了金融危机中受伤害最大的10个国家所受的财政冲击的情况。债务的增加不仅有多种来源，而且以下这些方面都是系统性地互相联系的：未公开的政府总赤字，负面的宏观经济发展，金融板块、国有企业、国有私营合作企业的远期债务，以及政府面对金融危机相机抉择的政策响应。

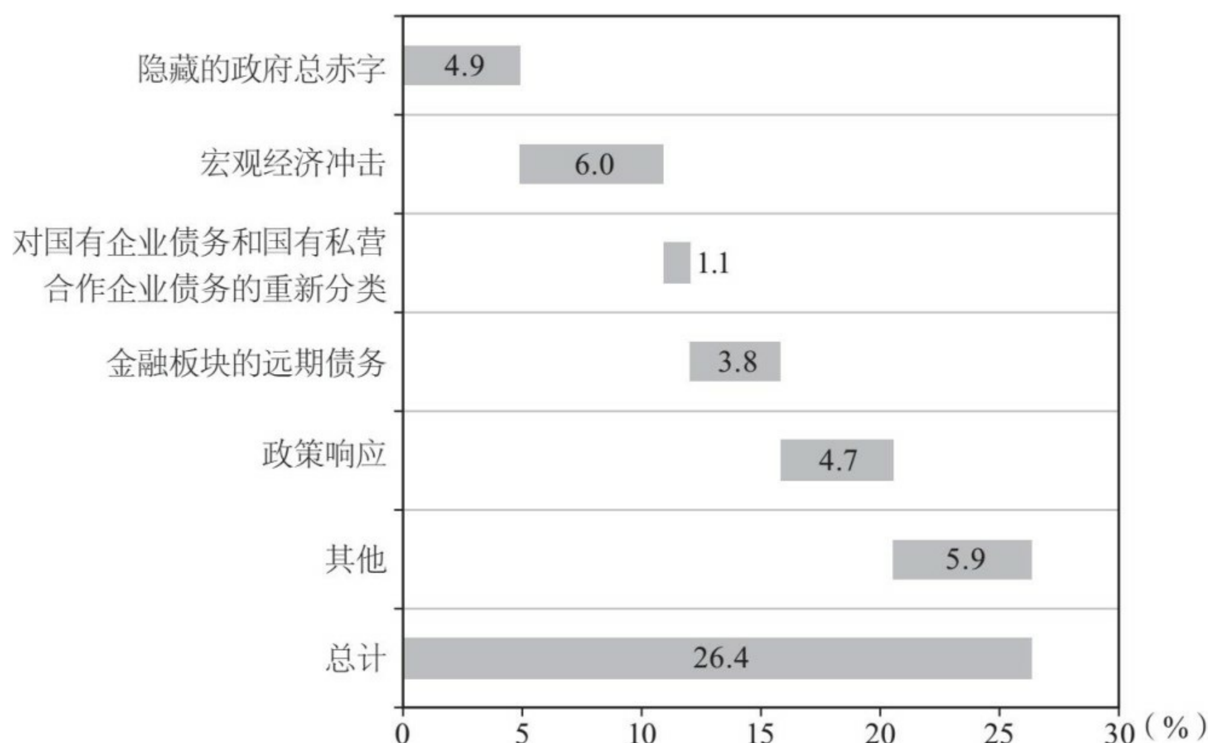


图17–1 选定国家政府总债务的非预期性增加（2007—2010年，图中数据为2010年占GDP的百分比）

注：图中数据是2007—2010年政府总债务与GDP的比例上升幅度最大的10个国家。图中的GDP数据按购买力平价核算。图中的10个国家包括：法国、德国、希腊、冰岛、爱尔兰、荷兰、西班牙、葡萄牙、英国、美国。

资料来源：International Monetary Fund, “Fiscal Transparency, Accountability, and Risk,” IMF Policy Paper, Washington, DC, 2012。

2.财政风险是不对称的。政治家们总是能够很快地把上行风险写入他们的财政预测，却迟迟不愿意正视下行风险。关于这一点最明显的例子就是各国对远期资产和远期债务的处理方式的区别。政府在预测中经常会计入未来为减少贷款要求而进行的资产出售所产生的收入，而这些资产出售的准确时间和数量目前完全不能确定。相反，政府常常在预测中排除远期债务（比如担保），它们给出的理由是目前无法确定这些债务是否以及什么时候产生。这种处理方法上的差异导致对风险的估计严重不对称，下行风险长期被低估。图17–2展示的是欧盟国家在预测未来12年政府债务水平时所产生的过于乐观的偏差。财政冲击分布的峰度和偏度都显示，在“正常”时期应采取更加审慎的财政政策。

3.财政风险是非线性的。对于小的扰动来说，假设扰动的幅度与扰动产生的损失成正比是合理的，但在极端情况下，冲击产生的金融、经济、社会和政治损失会大得多。一旦市场认为政府的债务不具有可持续性，利率会急剧上升，而汇率会大幅贬值。在有些情况下，某些国家甚至面临“突然停止”的状况，也就是市场完全崩溃，投资者无法进入市场进行交易。这种经济冲击与后果的非线性关系导致了奥利维尔·布兰查德所说的“黑色角落”现象，所谓“黑色角落”现象是指经济体在这种极端条件下功能大幅丧失的情况。注在我们讨论的范围内，这种非线性特点可能导致公共债务水平过高的问题，还可能导致多重均衡。这两种现象都在近期欧元区的案例中得到了充分的说明。

政府的高额负债情况，与高度关联、不对称、非线性的财政风险都要求我们在制定财政政策时采取全新的方法。在这种全新的方法中，重要的财政政策应该以对财政风险的积极分析为基础。

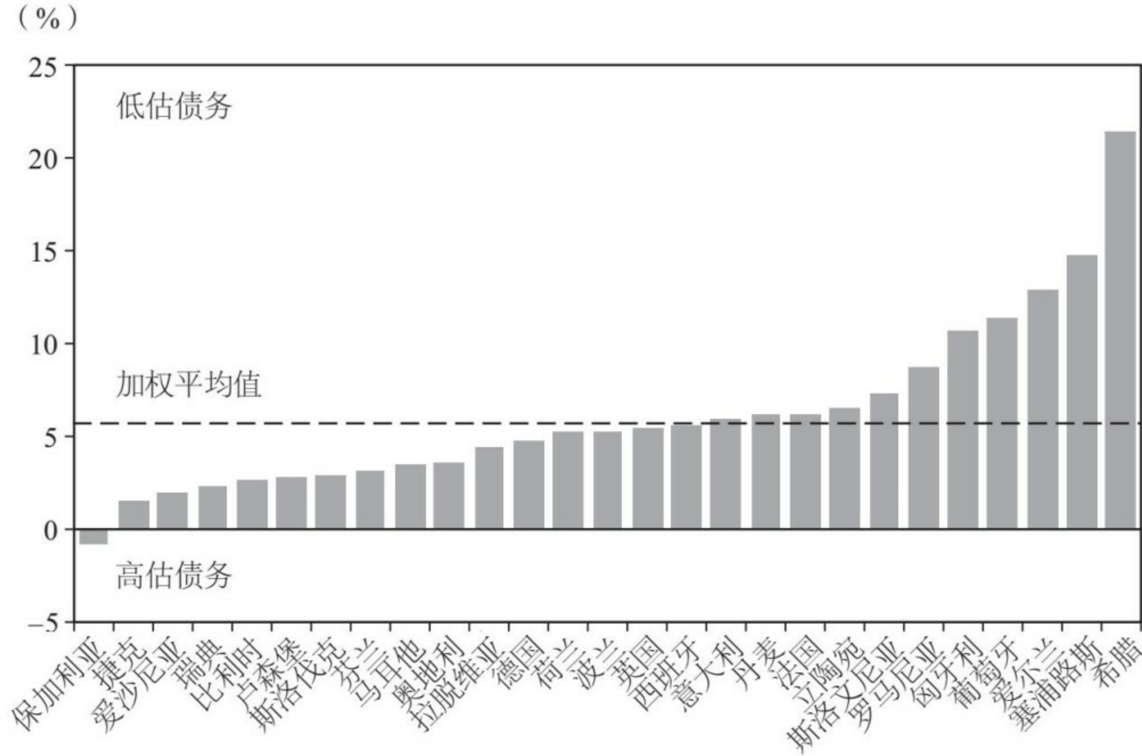


图17–2 整体政府债务预测的误差（实际值减去对t+2年的预测值，2001—2013的平均值，图中数据为占GDP的百分比）

注：本图显示的是2001—2013年每年预测的误差平均值。预测误差＝（实际债务/

GDP）–（两年前的债务/GDP的预测值）。本图包括欧盟除克罗地亚以外的所有成员国，不包括克罗地亚的原因是数据不足。
资料来源：EU Stability and Convergence Programmes；IMF员工的估计。

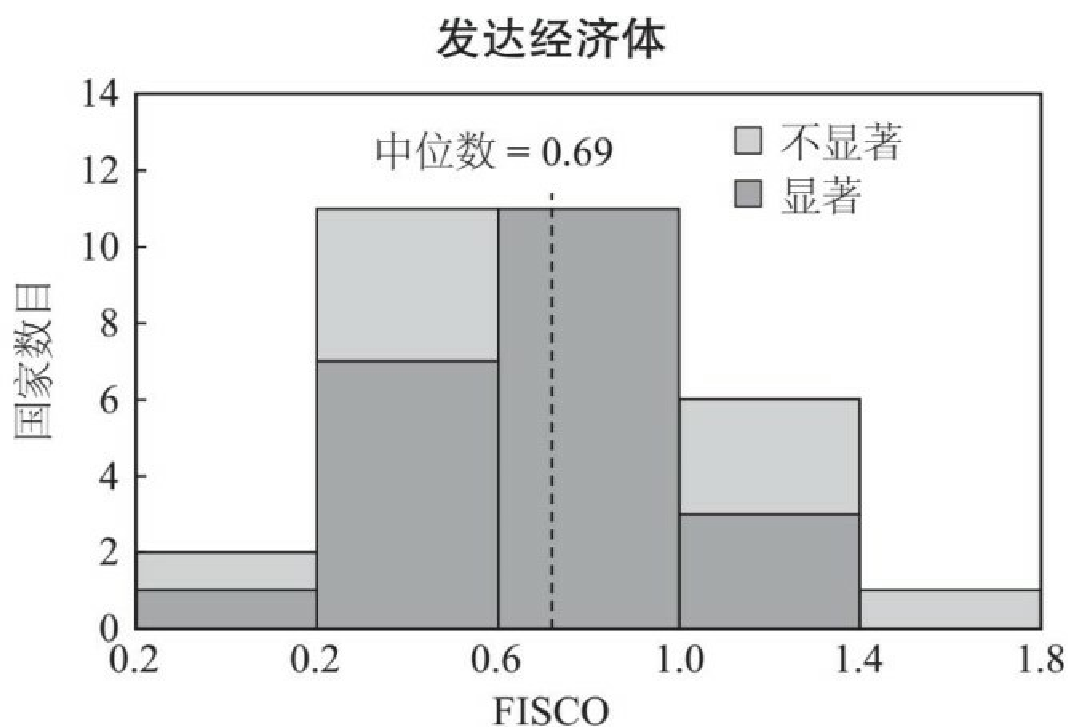
在这方面，IMF已经采取了一些措施，鼓励成员国引入并改进财政风险的分析机制。在这方面我们已经有了一些实用的工具，包括IMF债务可持续性分析中的扇形图(注)，财政透明度评估的热点图(注)，以及对与人口年龄有关的财政支出产生的未来债务的研究。

未来，我们将进一步研究和分析财政风险的关联性、不对称性以及非线性特征，希望可以通过这样的方法更好地度量和预测财政风险，让财政风险最小化。我们还将研究如何把财政风险评估机制融入正式的财政决策中。这种分析只是对财政决策过程进行全面分析的一部分，而全面的分析能够帮助决策者设置合理的中期财政目标，平衡增长、稳定与风险的管理。这种平衡性措施对货币联盟来说尤为重要，关于这一点马可·布提在他的发言中有更详细的论述。同时，我们在分析的时候还会考虑财政政策在短期和中期应扮演的确保系统弹性和支持经济增长的角色。正如马丁·费尔德斯坦在他的发言中强调的那样，财政政策的角色很重要，尤其是当我们预计经济衰退程度很深，并将持续很久时，因为与非常规货币政策相比，财政激励能够以更低的风险支持私营板块的投资。马丁·费尔德斯坦还认为，当政策机构面临限制条件的时候，可以考虑采用收入中性的税收政策来支持投资。

自动稳定，宏观经济稳定与增长：FISCO的作用

财政政策是否能够系统性地响应经济活动的变化？财政政策能否促进宏观经济的稳定？提高稳定性是否能够提高经济增长的速度？对上述三个问题的答案都是肯定的，具体的研究细节可以参见IMF 2015年4月的《财政监测》。(注)

为了具体测评财政政策对稳定的贡献，我们发明了一个新概念，称为FISCO。FISCO度量的是在经济产出放缓的情况下（表现为产出缺口的增大），国家的整体预算平衡受到的影响。如果FISCO等于1，就说明当实际产出比长期产出低1%的时候，政府预算平衡也会恶化1%。FISCO越高，财政政策的反周期效果就越强，也就是说政府能在经济环境好的时候建立财政缓冲存量，而在经济不好的时候可以使用这些存量。在发达经济体中，平均FISCO是0.7，而在发展中经济体中，平均FISCO是0.3（参见图17–3）。国家和国家之间的差异较为明显（参见图17–4）。



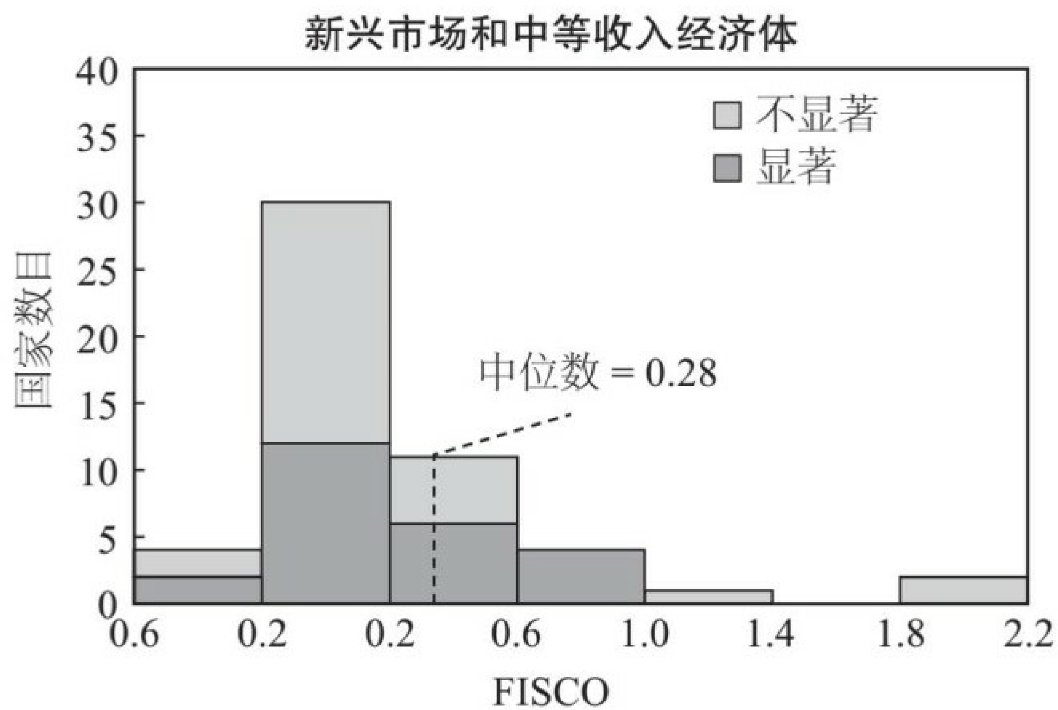


图17–3 FISCO的分布

注：“显著”指系数的P值小于0.1。

资料来源：IMF, Fiscal Monitor, “Now is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth,” April 2015。

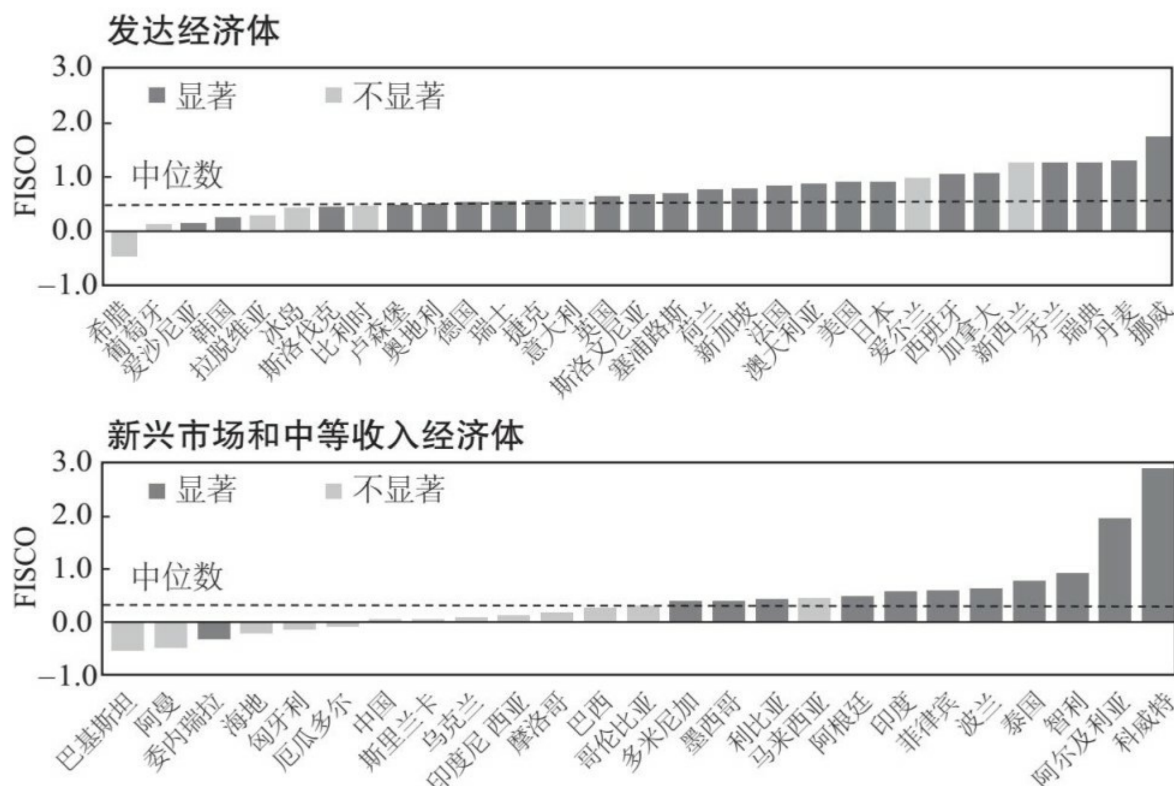
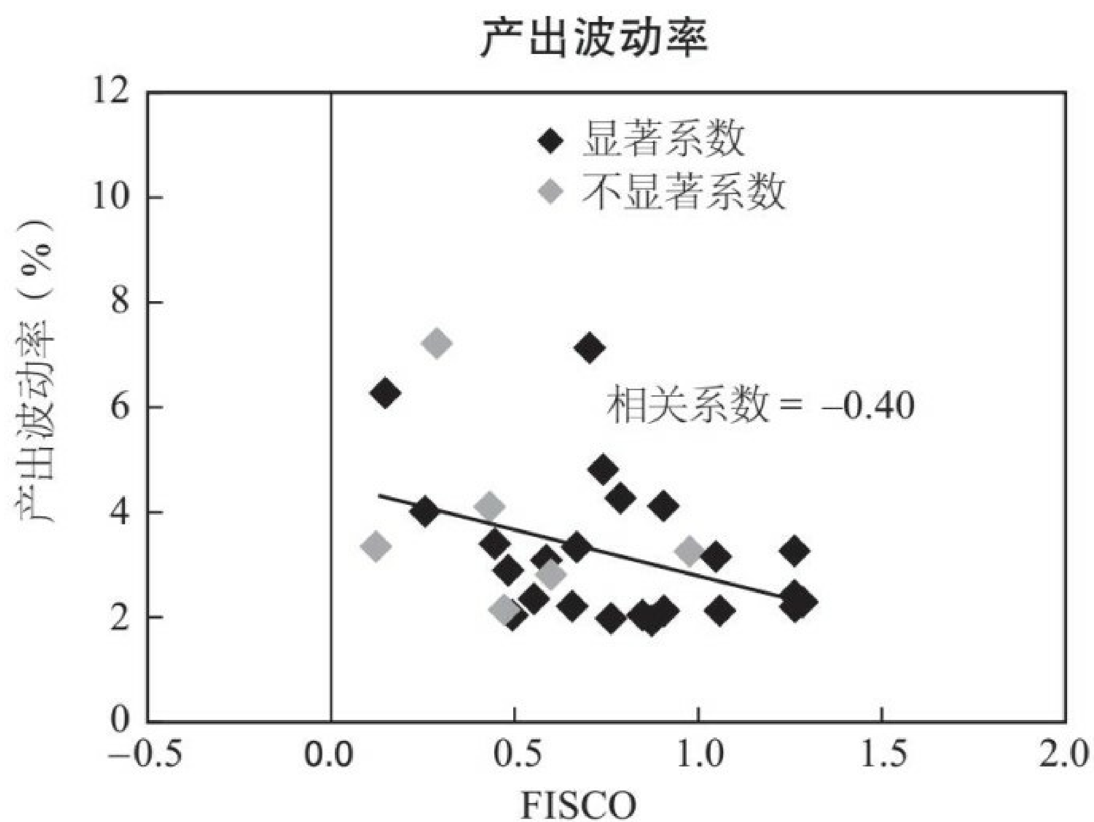


图17–4 一些国家的FISCO

注：“显著”指系数的P值小于0.1。
资料来源：IMF, Fiscal Monitor, “Now is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth,” April 2015。

虽然政府的很多收入和支出项目在设计的时候未必是出于对经济状况的调控，但是在实际中这些收入和支出在很大程度上都会受到整体经济状况的影响，当我们设计FISCO的时候就充分考虑到了这些因素。通过监控预算平衡与产出缺口之间的关系，我们可以帮助决策者理解他们的行为会对产出稳定性带来多大的影响，同时还方便决策者与其他国家进行横向比较。

有了FISCO，我们就可以具体地评估财政政策通过影响宏观经济的稳定性对中期经济增长产生怎样的影响。我们的研究结果显示，国家可以通过提高FISCO来显著降低宏观经济的波动性（参见图17–5）。


产出波动率
12
10
8
6
4
2
0
产出波动率（%）
显著系数
不显著系数
相关系数 = –0.40
–0.5
0.0
0.5
1.0
1.5
2.0
FISCO

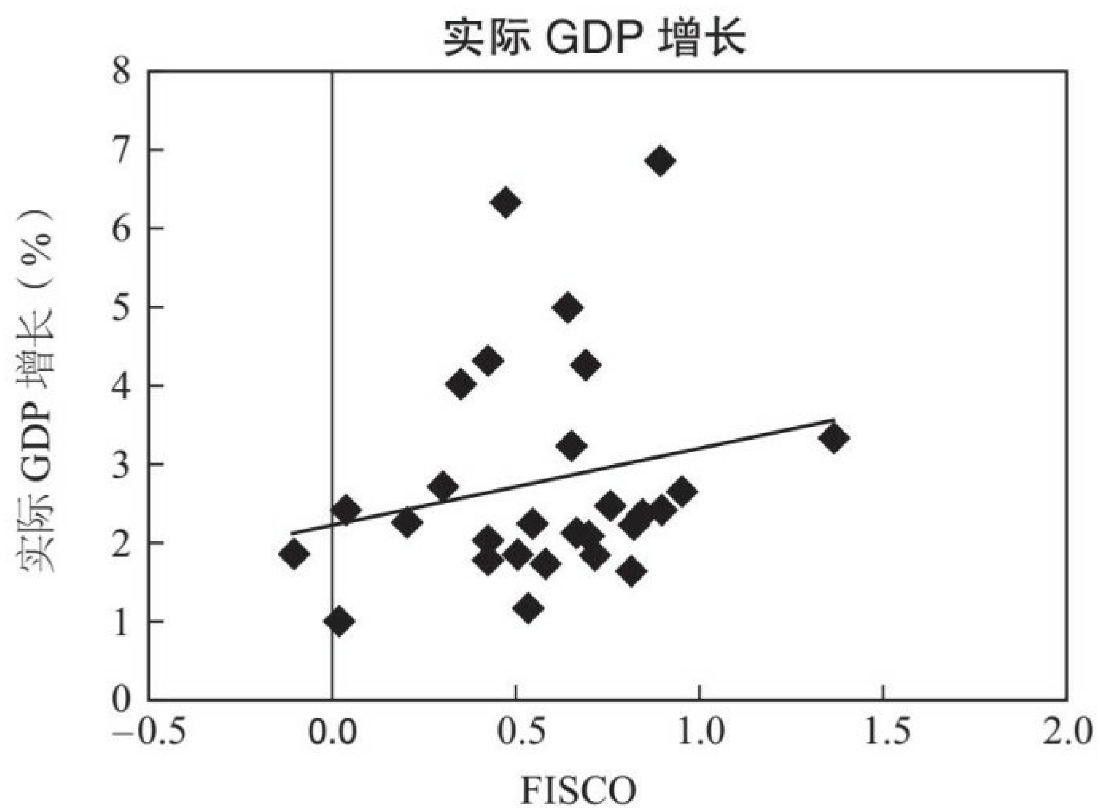

实际 GDP 增长
8
7
6
5
4
3
2
1
0
实际 GDP 增长（%）
–0.5
0.0
0.5
1.0
1.5
2.0
FISCO

图17–5 发达经济体：FISCO，产出波动率与实际GDP增长，1980—2013年

注：产出波动率定义为实际GDP增速在样本时段内的标准差。
资料来源：IMF, Fiscal Monitor, “Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth,” April 2015。

为什么说降低宏观经济的波动性很重要呢？首先，降低宏观经济的波动性可以帮助我们降低在就业和经济增长方面的资源浪费。第二，通过减少宏观经济的不确定性，政府可以提供更好的环境，让实物资本和社会资本都能更好地积累，从而实现促进中期经济增长目标。

从图17–5中我们还可以看出，增强财政政策的稳定性也能够支持经济增长，而且这方面的效果非常明显。比如，如果一个发达经济体能把它的FISCO从0.7提升到所有国家的前三位（大约是0.8），那就可以将产出波动率减少约15%，而产出波动率的下降可以使每年的经济增长率提高0.3%。当然我们应该注意到，要想把FISCO提高0.1，需要付出很大的改革努力。

我们关于FISCO对经济增长效应的估计是通过经济增长回归的研究方式得到的。我们都知道，在经济学文献中，经济增长回归必须解决联合内生性的问题。IMF 2015年4月的《财政监测》对我们上述估计所使用的方法进行了详细的说明，我们在设计方法的时候充分考虑到了联合内生性的问题。当然，与所有的计量经济学结果一样，我们在解读上述估计结果时应该保持充分的谨慎。

此外，我们还发现，财政稳定性政策在经济周期中是不对称的。各个国家倾向于在经济状况不好的时候采用财政稳定性政策。而在经济繁荣的时候，财政政策的变化似乎（部分）抵消了自动稳定性政策的效果。图17–6中描绘的数据展示了政策反应的系统性不对称性。从图17–6中我们可以看出，在整个经济周期中，一次性财政收入的一半在经济繁荣时期被花掉了，而在经济萧条时收入的不足则正好与赤字水平相当，这就导致了债务与GDP比例的上升。

一个国家如何才能提高财政的稳定性？正如上文提到的那样，最重要的是我们必须有一个财政框架来管理公共财政方面的风险。设计合理的财政规则和中期的框架还能帮助政府在不受干扰的情况下获得利率较为优惠的借款机会，保证在整个经济周期的层面上控制支出，而在面对产出冲击的时候有足够的弹性空间做出应对。

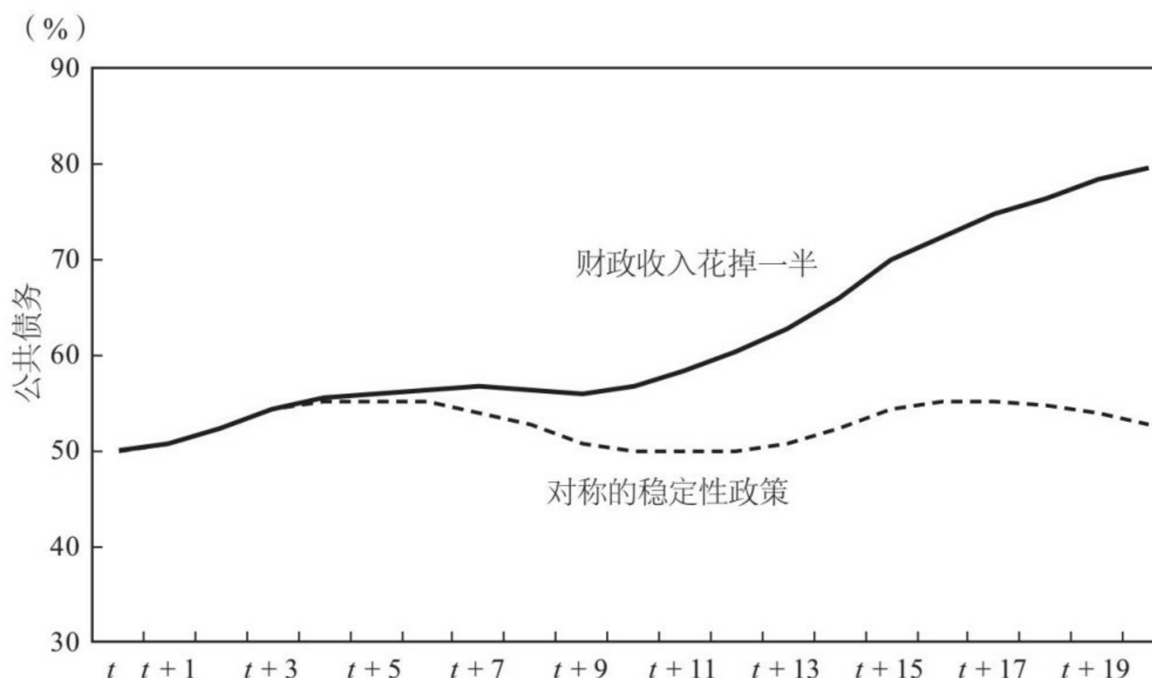


图17-6 不对称的稳定性政策：不理想的公共债务算数（占GDP的百分比）

注：我们的模拟是基于债务和整体预算平衡之间存量和流量的一致性。此外，我们还做了如下假设：长期名义GDP增速为4%，自动稳定系数为0.5，公共债务的隐含利率为5%，假设经济周期是对称的，产出缺口在－2%和2%之间平稳振荡。我们在设计情景的时候不考虑任何财政调整。t表示模拟开始的年份。

资料来源：IMF员工的估计。

财政框架的另一个重要方面，是根据经济发展情况制定规则化的自动稳定措施。为了便于大家理解，下面我将列举一些这样的措施：

•和收入同步的税收规则，以及失业保险等社会福利政策可以自动在经济萧条时扩大总需求，而在经济过热时降低总需求。这类措施能够非常有效地增强财政政策的稳定效果，因为这种措施可以实时发挥作用，而并不需要经过任何政治批准，也不存在执行时滞的问题。

•在经济萧条时期自动减税可以起到稳定效果，因为这样做能够降低资本成本，放松信贷方面的限制。这两方面的效果可以刺激投资。在瑞典，20世纪50年代中期和70年代中期都曾经实施过这样的政策，实践证明这样的政策能够起到反经济周期的效果。

•周期性亏损拨回政策可以让公司用现在的亏损冲抵过去的利润，从而少付营业税。这种政策能够在经济萧条的时候，自动帮助公司减轻税收负担。加拿大、法国、德国、英国以及美国都采取过这样的政策。

虽然本次金融危机的高峰已经过去，但我们现在仍未完全摆脱经济危机的诅咒，目前世界很多国家和地区都面临着经济增长迟缓以及财政状况脆弱的问题。因此，21世纪公共财政面临的主要挑战就是如何达到支持可持续和包容性经济增长的目的。我们必须注意税收国家的极限，这样才能避免为下次危机播下苦涩的种子。

---

1. .本文参考了理查德·休斯和劳拉·哈拉米略的合作研究成果，他们的结果发表在以下博客上：*Dams and Dykes for Public Finances*, March 18, 2015, http://blog-imfdirect.imf.org/2015/03/18/dams-and-dikes-for-public-finances。
2. .参见Olivier Blanchard, “Where Danger Lurks,”*Finance & Development* 51, no. 3 (2014)。
3. .参见the template for the IMF’s “Debt Sustainability Analysis for Market- Access Countries,” IMF, June 15, 2015, https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/ mac.htm。
4. .参见the IMF’s published fiscal transparency evaluations at http://www.imf.org/ external/np/fad/trans。
5. . The IMF’s April 2015*Fiscal Monitor*, “Now is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth,”is available at http://www.imf.org/external/pubs/ft/ fm/2015/01/fmindex.htm.

18
未来的财政政策

马丁·费尔德斯坦 哈佛大学经济学教授

当然，关于未来的财政政策，有许多重要的问题值得我们讨论，尤其是关于国家债务规模和税收结构的一些长期性问题。但是，我想把更广泛的问题留待其他时间和场合再做讨论，在本文中我将集中讨论以下问题：当我们面临零利率下限时，财政政策在刺激投资方面是否比货币政策更加有效？财政政策是否比量化宽松政策潜在的风险更小？

我认为可以把上述问题分成以下两个方面：

第一，在刺激投资方面，财政政策是否比货币政策更有效？

第二，我们是否可以采用财政政策达到刺激投资的目的，从而避免量化宽松政策带来的金融风险？

量化宽松政策导致的金融板块的风险

我想首先讨论上面的第二个问题，它比第一个问题容易回答。这个问题的答案很清楚：财政政策并不会产生量化宽松政策导致的金融风险。

美国和欧洲的经验显示，量化宽松政策（即央行同时采取大规模资产购入和长期低利率相结合的政策）会让投资者及债权人追求高收益

率，这种投资策略显然会产生巨大的风险。

从投资者的角度看，我们发现量化宽松政策会推高股价，同时导致长期债券的收益率下降，高风险债券与国债之间的利率差收窄。同时我们还看到，垃圾债券的供应量大幅上升，而垃圾债券的利率也比正常情况下低很多。

量化宽松政策导致银行和其他债权人愿意向低质量的借款人贷款，他们甚至愿意向负债水平很高的借款人提供抵押贷款。同时银行和其他债权人还推出了很多贷款合约条件较少的贷款，这种贷款被称为“低条件合约贷款”。

从理论上说，量化宽松政策产生的这些金融风险应该通过宏观审慎监管政策进行限制。但是在实际中，除了提高对商业银行的资本金要求以外，我们并没有发现美国大规模推行了什么宏观审慎监管政策。针对保险公司、影子银行以及其他机构，美国根本没有采取任何宏观审慎监管政策。

金融稳定监管委员会是美国的一个跨部门协调小组，其任务包括宏观审慎监管政策的制定，但实际上它对降低金融板块风险并没有做什么实质性的努力。事实上，我认为金融稳定监管委员会甚至还增加了金融的不稳定性，因为它建议在市场发生危机、投资者出现挤兑倾向的时候，货币市场基金可以对存款实行门槛制度——限制提取存款。美国证券交易委员会接受了金融稳定监管委员会的上述建议，批准了门槛制度，这样做事实上只会增加挤兑发生的可能性。

此外，《多德–弗兰克法案》通过提高对银行的资本金要求反而降低了银行持有企业债券的意愿，此举同时也降低了银行在市场出现对企业债券的抛售压力时购入这类债券的意愿。由于目前的低利率水平，企业债券的发行量大幅上升，而这些债券的购买人主要是共同基金，因此市场抛售企业债券的风险也随之上升。共同基金的投资者事实上拥有瞬

时流动性，一旦投资者运用这种瞬时流动性，共同基金就必须抛售企业债券才能够获得现金满足投资者的要求，届时由谁来购买这些企业债券则完全不清楚。

此外，房地产市场的风险也在上升，因为房地美和房利美公司取消了要求抵押贷款发行人保留抵押物价值的5%以提高贷款安全性的规定。现在，某些借款人又可以获得贷款与价值比高达97%的抵押贷款了。剩下3%的首付，房地美和房利美公司通过发行债券来对首付的各个部分进行融资，从而将风险部分转嫁给私人投资者。如果房价下跌，有些借款人的抵押资产就会立即变成负数，于是他们很可能会选择违约不支付贷款，导致抵押物赎回权的丧失和房屋被没收，而这一系列过程又会进一步压低房地产价格。

用一句话概括上面的情况，那就是量化宽松政策造成了很大的金融风险，而宏观审慎监管政策也未能成功地限制这些金融风险。

相反，如果我们利用财政政策来刺激投资，就不会产生上述金融板块的风险。

财政政策在刺激投资方面的有效性

那么现在我们就可以讨论第一个问题：在刺激投资方面，财政政策是否比货币政策更为有效呢？

我不明白的是，为什么必须证明财政政策比货币政策更为有效，才能说财政政策优于货币政策呢？如果财政政策和量化宽松政策一样有效，却不会产生量化宽松政策带来的金融风险，这难道不是已经说明财政政策优于货币政策了吗？在任何情况下，财政激励政策的效果都取决于财政激励措施的力度。

在谈论财政政策刺激私人投资的效果之前，首先请允许我总结一下量化宽松政策对美国的经济复苏起到了怎样的效果。我认为，量化宽松政策确实成功刺激了GDP的增长，使我们能够在2013年下半年以及之后的时期看到美国经济的强力复苏迹象。

本·伯南克曾经预测，量化宽松政策会抬高美国的股价，并且抬高房屋拥有者的住房价格。我认为这样的预测是正确的。通过这两项指标的提高，2013年美国居民家庭财富上升了10万亿美元。家庭财富的上升导致消费者支出的上升，而消费者支出的上升又刺激了非居民固定投资的强劲上升。此外，量化宽松政策所提供的低利率也在2011年和2012年上半年起到了增加非居民固定投资的效果。

也就是说，我并不否认量化宽松政策可以起到促进投资的作用，事实上量化宽松政策也确实起到了刺激投资的效果。但是，我认为财政政策同样也可以起到刺激投资的效果，而且用财政政策来刺激投资不会导致金融板块的风险上升。

在这里我们有必要谈一谈两种不同类型的财政刺激的区别。一种类型是减税，减税会导致国家财政赤字的上升，但是同时能够通过传统的凯恩斯渠道抬升GDP。减税包括对个人所得税的减免，对企业工资税的减免，以及对公司税的减免。通过抬升GDP，减税可以通过提高产能利用率和提高利润来刺激投资。

另一种财政刺激的类型是提供某些方面的投资激励，比如引入投资税收抵免优惠，允许加速折旧等等，这些手段都能提高投资的利润率。大量的研究表明，这些有针对性的投资激励措施能够有效地提高的企业投资水平。

当然，很多人担心，在经济体已经面临较大的财政赤字和政府债务的情况下，这些鼓励投资的措施是否会导致赤字或债务的进一步扩大。针对这个问题，我认为完全可以通过公司税收入的增加来抵消财政刺激

措施导致的支出。具体来说，我们可以设计一种收入中性的财政刺激措施，比如，在未来两年内提供投资税收抵免优惠措施，但同时在这两年内暂时提高公司税的税率。让提税带来的收入和退税优惠带来的支出正好互相抵消。

这一收入中性政策成功的关键是，投资税收抵免优惠可以减少对新投资项目的征税，而提高公司税税率只会对现存的资本产生影响。在这样的政策下，企业有动力在税收抵免优惠有效的两年内赶快进行新的投资。提高公司税的税率还能提高折旧的税收价值，从而进一步刺激投资。

时间点的问题

不管是讨论财政政策的效果，还是讨论货币政策的效果，政策推行的时间点都是一个重要的问题。我一直持有这样的观点：由于时间点方面的原因，使用财政政策来刺激需求的做法不适用于传统型经济萧条。面对传统型经济萧条，货币政策是刺激需求更好的工具。

在过去的半个世纪中，传统型经济萧条平均只持续10个月的时间（从最高点到最低点）。10个月的时间显然不够我们走完以下流程：首先要认可采取刺激政策的必要性，然后要正式启动税率和税务规则方面的改进，接着需要具体实施这些改进，最后还要等待上述改变对经济产生实际的效果。因此，当财政刺激措施真正发挥作用的时候，传统型经济危机已经结束，经济实际上已经进入了扩张的周期。

因此，我认为，只有当我们认为经济危机程度特别深，持续时间将特别长的时候，我们才应该采取扩张性的财政政策。当经济危机持续时间特别长时，政策推行的时间点就不再那么重要了，2007年年末开始的上一轮经济危机就完全符合这样的特点。

货币政策也一样受到政策推行时间点问题的影响。2006—2008年的经验表明，要以很快的速度放宽货币政策是有困难的。美联储的会议纪要显示，他们花费了很长的时间来判断金融危机的严重程度以及确定刺激政策的力度。在利率达到零利率下限之后，美联储采取了一系列的量化宽松措施，这些措施的实施也同样花费了不少时间。就算这些政策已经实施，我们也需要等待一段时间才能看到刺激需求的效果。

因此，我的结论是，虽然财政政策受到时间点问题的限制，但在经济危机程度特别深、持续时间特别长的情况下，我们完全可以利用财政政策来有效地刺激投资，而不会产生量化宽松政策所导致的损害金融稳定的副作用。

19
基于规则的财政政策之未来

马可·布提 欧盟委员会经济与金融事务总司长

在本文中，我主要想讨论以规则为基础的财政政策问题。具体来说，我想讨论的问题是：以规则为基础的财政政策未来究竟走向何方？

现在，不管在发达国家还是发展中国家，财政规则都已经普遍存在了。虽然财政规则的普及率在不断上升，但是我们不断增加的经验也显示以规则为基础的财政政策存在一些潜在的陷阱（这个现象以前在货币政策领域也同样发生过）。此外，还一直存在着批评的声音：有的学者认为，这些规则即使无害，也只是一种不必要的摆设。

学界一直在对欧洲的相关情况进行反思。在欧洲，欧洲货币联盟各成员国仍然享有财政主权，但它们又在此基础上创造了一套适用于所有成员国的规则。随着各种经济问题的产生，欧洲的财政规则已经经过了若干次修改。这个过程给我们提供了丰富的经验。

在很多时候，欧洲的财政规则演进过程让我们感到沮丧。虽然对规则进行了一轮又一轮的修改，但宏观经济的表现一直不那么令人满意，这似乎显示出这些规则存在某些内在的致命弱点。正如你可以猜到的那样，对此我持一种比较积极和乐观的态度。虽然我承认在财政规则的具体执行过程中我们面临着很多的挑战，包括欧洲现在的问题，但我仍然认为，我们在这个过程中学到了很多重要的经验和教训，因此未来我们可以设计出更聪明、更有效的以规则为基础的框架。

下面，让我总结一下我们在过去的干预过程中学到的三条最重要的经验。

1. 单从宏观经济的角度来说，在上一次危机中有时欧洲的财政政策收得过紧。但这主要反映出欧洲货币联盟本身结构的不完备，而并不代表欧盟的财政框架存在内在的漏洞。

2. 财政规则应该把公共债务比率锚定到长期审慎水平，同时帮助维护经济的稳定。对于货币联盟而言，完成上述双重任务的重要性超过单一国家完成上述任务的重要性。就目前的时间点而言，要完成这个双重任务，欧盟整体上采取的中立财政政策是比较合适的，但是具体的分布情况却不是最优的。如果需要实施扩张性的财政政策，那么在中央水平上实施比各国单独实施的效果更好。

3. 把公共债务比率锚定到长期审慎水平，同时帮助维护经济的稳定，这与欧盟的财政规则是吻合的。但由于整个框架过于复杂，这两项任务被隐藏了起来，目前欧盟面临中央“职权缺口”的问题。任务不明确的问题和中央“职权缺口”问题事实上是一枚硬币的两面，而所有问题的根源是信任的缺失。

在本文导言部分的最后，我想提一下这一讨论的重要性，尤其是从欧盟的角度解读这一讨论的重要性。从长远来看，欧洲货币联盟应该在成员国之间形成更深刻的财政同盟，但是在可预见的将来，我们更需要的是国家级的财政机构之间伸出合作之手。要达成这种合作，我们首先需要建立一个详细的框架。此外，我们还应该充分认识到目前民意中秩序自由主义的倾向。

要促成这样的合作，我们首先必须在理念上达成共识，而目前大家意见一致的程度远远不够。各国必须充分了解以规则为基础的财政框架的优点、局限以及各方面的特点。正是出于这样的目的，我希望在本文中详细讨论这些问题。当然我事先声明，本文的所有观点仅代表我个人

的意见。

现存的危机：欧洲货币联盟不完善的财政规则

最近几年，欧盟的财政规则面临非常严格的压力测试。债务水平达到了有史以来的最高点，经济环境不佳，资产规模下降，危机之前就已经存在的长期停滞现象继续存在。面对充满挑战的环境，推行合理可靠的财政规则变成了一项艰巨的任务。

欧盟的财政规则到底对经济产生了正面还是负面的影响呢？仅仅从宏观经济的角度来看，欧盟的财政政策在某些时间点显得过于紧缩，并更具顺周期性，尤其是在2011年年中到2013年年初的国债危机高峰期间。对整个欧元区而言，2011年年中至2013年年初，结构性平衡平均每年提高的幅度是GDP的1%，和大规模的负产出缺口相比呈现明显的收缩趋势。此外还有迹象表明，决策者在政策方面的努力比表面看上去更大，因为与常规的税收弹性相比，收入不足表现得非常显著。

在某些国家，特别是金融市场受到压力的国家，政策方面的努力甚至更加明显。我们仅以西班牙为例，预算调整的规模已经达到了过去这些年平均值的两倍，当然这一措施目前有所放松。同时，一些被认为从财政措施中得到好处的国家，比如德国，从宏观经济的角度来说以更快的步伐完成了财政的巩固任务。

同时，我们应该认识到，这些情况发生在高度非常规的经济环境中，而货币联盟不完善的制度设计也是一个很重要的因素：

•在财政方面，若干欧盟成员国即将或已经失去市场准入权。

•此外，本应起到支撑平衡财政战略作用的制度基础当时并不存在。因此，欧盟不得不在危机发酵的过程中逐步建立这种制度基础。

特别值得一提的是，欧洲防火墙（欧洲金融稳定基金、欧洲金融稳定机制，以及后来建立的欧洲稳定机制）的建立，建立银行联盟的决策，以及欧洲央行的关键性行动（包括直接货币交易计划的宣布）都对缓解严重的金融压力起到了决定性的作用。

一旦上述条件到位，我们就可以更有效地实施一种逐渐实现财政调整的政策。

从我个人的角度来看，上述过程并不说明在金融危机中财政规则是没有效果的。相反，我认为我们应该学到的主要经验是，财政政策是在特定的制度和政治环境中运作的，而这个环境必须有利于促进政策的合理实施。从严格意义上来说，在危机中我们确实可以实施更加优化的财政规则，从而减轻顺周期效应。

此外我还想指出，不应该过度强调欧盟政策的顺周期性。由于当时欧盟各国面临着巨大的可持续性缺口，大部分欧盟国家必须着手巩固可持续性，当然它们所采取的措施也许应该更加循序渐进，也许应该经过更精心的设计。即使德国也面临着巨大的困境，因为德国在很大程度上需要独立承担整个欧盟框架的可靠性问题。

本次危机中欧洲面临的种种困难促使我们提出一些关于财政规则设计的新问题。接下来我将具体讨论这些问题。

财政规则的双重任务：锚定纪律以及保持稳定

财政规则有一些明显的优点。15年前一份颇具影响力的IMF报告科皮茨和西曼斯基1998年的报告用8个标准总结了这些优点，这8个标准包括：适当性、简明性、有效性等。现在我们已经认识到，要同时达到这8个标准非常困难，因为某些标准之间明显存在此消彼长的关系。

虽然科皮茨和西曼斯基提出的8个标准都值得我们注意，但我觉得其中的一项标准在后来的事件中并没有受到足够的重视。这个标准也是我在这里要强调的重点，即财政政策在规则框架范围内保持甚至促进宏观经济的稳定。

当然，在谈论财政政策对宏观经济的稳定作用时，我们不应该忘记财政规则的经典目标。一般地说，财政规则的作用是规范预算政策制定的过程并赋予其公信力。很多经济学文献都显示，“赤字偏差”是广泛存在的，从信息问题到选举竞争问题，再到所谓的“公地的悲剧”。由于这些问题的存在，再加上现在欧洲公共债务水平已经达到了历史最高点，我们就可以理解为什么欧盟在设计财政规则的时候十分强调时间一致性政策的承诺。

虽然要求各国承诺遵守长期预算纪律也是欧盟制定财政规则的一个重要动因，但我个人认为，让财政政策在短期内帮助稳定欧洲经济也同样是一个很重要的目标。

因此，财政政策的这一双重目标是欧洲设计以规则为基础的财政框架时需要考虑的中心议题。在这里我想强调，这种任务是对称的：即使在经济环境好的时期，政策也应适当紧缩，为经济环境不好的时期建立充裕的缓冲带。

有一种观点认为，财政规则只应该起到促进财政纪律实施的作用，也就是说限制决策者可能出现的赤字偏差。在现实中，我认为这种片面的方法很可能受到双重的批评。在现实世界中，有些观察者会认为这样的规则过于严格，而另一些观察者则认为这种规则过于宽松。事实上，这正是我们在欧洲看到的情况，每当欧委会对合理的财政政策给出建议时，总是会收到两种截然相反的批评意见。

要解决这种双重批评的问题，我认为我们应该随时积极地追求这样的目标：财政政策即使不是最优的，也应该是合理的。

对于欧洲货币联盟而言，在财政规则中融入反周期性特点是非常重要的。由于欧元区各国不能独立制定货币政策，也不能通过名义汇率的调整来应对不对称发展的问题，因此在国家层面上，财政政策就成了主要的宏观经济工具。此外，从更广泛的意义上来说，过去这些年的经验已经证实了财政政策的有效性，财政政策又重新获得了凯恩斯主义赋予它的崇高地位。

欧洲需要反周期性财政政策的另一个原因是，避免将管理整体政策组合的过重负担交由货币政策承担。不久前，当欧洲面临通货紧缩威胁的时候，欧洲央行行长德拉吉曾于2014年呼吁我们在《稳定与增长公约》的框架下更多地考虑发挥财政政策的作用。由于目前欧盟缺乏集中的财政政策管理系统，只能要求各国在制定本国财政政策时充分考虑上述要求。

也就是说，各国在制定财政规则的时候，目标不应该仅仅是禁止财政不当行为。财政规则不仅要禁止不当行为，还应该鼓励适当的行为。

总之，货币联盟中的财政规则应该保证在长期（这样就可以避免不理想的货币算法，参见萨金特和瓦利亚塞，1981）和短期都不给货币政策带来过大的负担。要想达到这样的目的，财政规则应该在经济状况好与不好时都能促进合理的政策组合，这样才能更好地对抗不对称冲击的伤害。

以审慎的公共债务水平作为长期锚定目标

在规则的设计方面，我还想强调一些细节问题。在这方面我们一直在不断地学习和总结各种经验教训。

当我们设计一种以规则为基础的财政框架时，首先我们必须确立一种可持续的指标，并且把这个指标作为我们长期锚定的目标。

在这方面，目前关于如何有效地限制公共债务水平正在进行激烈的讨论。正因为我们现在可能面临着长期停滞的局面，这一讨论就显得尤为重要。因为私有板块储蓄的长期过剩必然会导致长期的财政扩张措施，也就是公共债务的水平会不断上升，而政府机构也缺乏限制债务水平上升的动机。

然而，经济学家们一致认为，将公共债务保持在比较审慎的水平是一个合理的长期目标。因为很多实证研究证明，高水平的公共债务会导致很多问题，包括低经济增长的风险，代际公平问题、达到财政上限的威胁以及在经济危机出现时无法有效利用财政政策工具的问题等。

因此，要设计一套财政规则，我们首先必须确定审慎的公共债务水平究竟是怎样的水平，而这也是实证研究必须解决的一个重要问题。

然而，最近有研究指出，一些发达经济体的公共债务水平已经超过了审慎的水平。欧洲货币联盟国家的这一问题尤其明显。从理论上说，货币联盟国家的审慎公共债务水平应该设定在比独立国家更低的标准上，因为这些成员国缺乏本国央行对本国公共债务敞口的控制（福尔等，2015）。

我认为对欧元区的国家来说，将公共债务水平调整至合理的水平是一项非常重要的长期目标。因此，在设计以规则为基础的财政框架时，也应该把审慎的公共债务水平作为一个重要的锚定目标。

对规则细节的设计

在前文我们已经讨论过，在不同的情况下，有时候财政规则显得过于严格，有时候又显得过于宽松，甚至有时候既过于严格又过于宽松。鉴于这样的情况，我们需要制定更明智的财政规则。比如，欧委会已经设计了一种财政政策矩阵，该矩阵主要考虑可持续性要求和经济情况两个维度，根据这两个维度的不同情况确定不同的财政政策（欧委会，

2015）。

此外，欧洲还在积极设计第二代财政规则，虽然官方还没有透露这方面的进展，但我们已经可以听到各类专家关于这方面的讨论。关于操作目标的选择，我认为我们已经从实践中获得了一些经验，所谓操作目标是指通过年度预算将某种变量设为目标。过去的经验表明，债务水平目标和赤字目标都存在各种问题。

当然，公共债务比例也应该是一种长期锚定目标，这一点我已经在前文进行过阐释。但是，我认为不应该把公共债务比例作为一种年度操作目标，因为这类指标受太多不可控因素的影响。我们在欧洲切实经历过这样的情况，当名义GDP的增速非常低的时候，欧洲的债务规则在这种环境下暂时变得非常不现实。虽然在设计这些规则时，决策者已经融入了很多非常高级和复杂的特点（比如三年平均值的使用和周期修正）。

在这方面，预算平衡的规则也存在显著的不足。预算的总体平衡通常通过自动稳定性政策来反映周期性的发展。从理论上来说，应该用周期调整平衡的方法解决上述问题，而欧盟的框架也早已认识到了这一点。但是，较大的测量不确定度会弱化结构性赤字，这不仅表现在绝对水平上，而且表现在一阶差值上。

在实践中，这些方法上的问题确实属于一阶差值问题。我们应该认识到，结构平衡上的变化并不等于政策刺激上的变化。从实证数据中我们可以清楚地看到，在过去的10年中，欧盟国家采取了不同的相机抉择财政政策，由此导致的结构平衡变化在各国之间存在显著的差异，差异的规模平均占GDP的1.5%。在实施长期监管方面，也会产生明显的差异。部分解决这些方法上的问题是可能的，我们在实施《稳定与增长公约》时也常常这样做（比如在超额赤字程序下评估各国政策的有效性时）。但是，这些修正措施会导致整个系统变得非常复杂（下文将进一步讨论复杂度的问题）。

上述实证上的特点也解释了为什么在制定规则时欧洲倾向于将某种变量作为年度预算制定时的操作目标。这种变量应该在数据上与政府的行为紧密联系，比如用支出规则配合对利润自下而上的评估。

当我们把上述各种特点综合在一起时，我们就能看到一种稳定的、以经济为基础的规则的轮廓。这样的规则应该规定财政政策的合理指标，而财政政策所要达到的两项目标是债务的可持续性和周期的稳定性（卡诺特，2014）。在实践中，我们可以把这种以经济为基础的稳定规则作为标尺，通过与这把标尺的对比，我们可以评估各国财政政策的效果。比如，布提和卡诺特2015年的研究显示，在经济恢复速度缓慢、政府债务水平较高的环境下，2015年欧元区采取的近乎中立的财政政策是非常合理的。但是在各个国家之间存在着分配不均的问题，未来应该针对这一问题进行改善和提高。

权威的缺失及过高的复杂度导致欧盟的财政框架不能很好地实施

良好的设计有用，但并不能保证政策的实施

很多人会说，上面这些内容都说得很好，然而欧盟财政规则真正的弱点并不是在设计上，而是在有效的实施上。财政规则的实施是欧洲货币联盟财政监管方面的阿喀琉斯之踵，这一点目前已经成为很多人的共识。

在深入讨论这个问题之前，我首先想强调所谓“政治拥有权”的问题，此外政策的有效实施和政策的设计也存在一定的联系。好的设计可以让后续的实施变得更加顺利和有效。这不仅因为这些政策本身更好，而且因为它们在法律上更容易实施，甚至在必要时强制执行，因为在政策推行之前，决策者和公众就已经在更广泛的程度上接受了这些政策的

合理性。相反，设计不合理的规则很难被推行，不仅是因为决策者自己感觉不好，而且因为坚持执行一些错误的政策本来就是非常愚蠢的事情。古话说得好：“坏的法律等于没有法律。”

但是，虽然好的设计是必要的，并且能对实施起到促进作用，但好的设计本身并不足以保证规则的有效实施。这里会涉及规则和制度之间的关系问题。

权威的缺失，过高的复杂度

在这方面，我们必须承认欧洲的财政框架面临着两个互相联系的问题：一是各种规章制度过于复杂，二是缺乏有效的中央权威。

复杂度主要不是体现为某种单一的规则（单一规则的复杂度有时是为了满足“有效性”的标准，因而是不可避免的），而是体现为各种规则和准规则之繁多。虽然各种联盟都会对其成员国的债务水平提出一些限制，但是在针对成员国的规则数量和规则文本的厚度方面，欧盟可以说达到了其他联盟难以企及的高度（埃罗和吴，2015）。

同时，欧盟还表现出权威不足的问题，对于已经达成共识的规则能否有效实施，各方面一直存有疑虑，也经常出现成员国和中央决策部门发生对抗的情况。

从理论上说，这些规则都具有法律效力，因此应该用类似司法的手段来执行，比如通过金融制裁惩罚不执行的国家。最近几年，欧盟的法律进一步完善，此外还通过了财政契约，即在各国法律中拥有准宪法地位的政府间协定。这些进步都应该能够加强财政规则的法律依据。

然而，在实践中，《稳定与增长公约》的实施过程主要依靠同侪压力和政治因素。各国在财政政策上的决策主要体现了对环境判断和政治妥协的综合考虑，而并不是对某种既定规则的严格遵守。这样的体系如

果继续下去，各国就会愈加认为财政规则的执行具有很大程度的随意性，并且可以对不同的国家给予不同的对待。归根到底，还是因为这些规则缺乏强制执行能力，才导致了上述局面。

我们应该充分认识到，复杂度问题和缺乏权威问题事实上只是同一个问题的两个方面。任何以规则为基础的设计，不管规则设计得多么高明，都需要某些权威组织强制执行，这些权威组织必须提供坚定不移的指导，并且能在必要的情况下对不服从者进行处罚。然而，权威越是缺失，各成员国就越会在合同和协定中增添更多细节性的具体条款。规则之下又有准规则和准条款，而这些复杂的内容是为了把各种情况都列入考虑，以增加可预测性并预防违规风险。

因此，欧盟财政框架复杂度过高的根本原因是信任的缺失，以及各国之间对框架设计方面的不同意见。此外，由于这一框架在过去20年间不断发生小幅改进，也导致规则在修修补补的过程中变得越来越复杂（第一级立法的内容包含在《马斯特里赫特条约》中，20年来一直未发生改变，而第二级立法的内容则在20年间逐步变得越来越广泛）。

然而，“完整契约”的做法显然不是最好的。只要我们对财政政策和现代货币政策的设计进行比较，就可以清楚地看到这一点。

可靠度和灵活度的组合：制度的必需性

在货币政策领域，我们曾经清楚地看到过“双重行动”的过程。首先，决策者把重点放在制定规则以解决通胀偏差上，接着又将重点转向对制度的强调。

之所以发生上述情况，是因为大家都清楚地认识到，即使简单的规则（比如泰勒规则）能够给决策者提供一个相当合理的标尺（更早之前采用的其他规则，比如货币总量规则，很快就因为有效性不足而被淘汰了），这种简单的规则也不可能在所有情况下都提供充分的指导。因

此，我们必须引入适当的制度，比如成立目标明确的独立央行，只有这样才能保证在各种复杂的情况下制定出合理的货币政策。

我们认为，上述方法是有效融合了可靠性与灵活性的一种安排。事实上，最近欧洲央行主席也明确提出了这样的观点，他认为财政制度从长远来看比财政规则更加有效，因为财政制度能更好地保证欧洲货币联盟管理结构的实施。

为什么说拥有更大权威的机构能够在欧洲的财政框架中发挥更大的作用？有两个互相补充的原因（德拉吉，2015）：

第一，正如上文所论证过的那样，制度可以保证财政协定全面有效地执行。目前欧盟在执行力方面存在严重的缺口，因此人们呼唤具有法律效力和追责能力的权威组织对各国的政策进行全面的管理。

第二，制度的建立不仅能够禁止不合理的行为，还能够鼓励合理的行为，而对合理政策的建议应该在经济理论的基础上站得住脚。

最近欧委会的行动已经显示了对上述双重因素的考虑。欧委会在交流中强调了在执行《稳定与增长公约》的框架下充分利用灵活性的重要性（欧委会，2015）。

从政治的角度看，欧委会此举可能是想在建立一个更具权威性的中央机构的道路上更进一小步。当然我们应该记住，欧委会的正式权力范围并没有改变。要想让欧洲的制度机构变得更强，首先需要深刻的法律改变（比如国与国之间的协定）和政治协商，而目前在这方面的努力尚显得相当不足。

从实质上来看，欧委会在不修订法律规则的前提下迈出了一些小规模的步伐：他们根据《稳定与增长公约》的预防性要求，以持续风险和周期性情况为两大考虑因素，规定了在不同情况下应该实施的不同财政

政策。此外，欧委会还利用他们掌握的灵活度，来促进投资和结构性改革。这样的举措是非常重要的，因为这能鼓励各国采取以增长为目标的政策，而没有经济增长，公共财政就不可能长期保持可持续性。

结论

对欧洲货币联盟来说，对更强健的制度的需求来自两个不同的方面。第一是实施共同规则的可能性，第二是在必要时背离规则中指定的数量参数的灵活性。

从上面的讨论中，我想大家可以清楚地理解，我个人认为规则和制度之间是互补的关系，而不是互相代替的关系。

从这方面来说，我们应该认识到把财政政策设计与货币政策设计进行类比的做法有其局限性。在货币政策中，对通胀的控制是一个非常明确和清楚的政策任务，而在财政政策中，可持续性目标相对来说没有那么清楚和容易度量。而且，虽然财政政策的宏观经济方向并不一定比货币政策中的利率政策产生更强的再分配效应，但是议会对公共财政的控制一直以来就是民主政治的核心元素。

基于对上述原因的综合考虑，我认为财政政策很难像货币政策那样被委托给央行那样的独立机构。

同样因为上述原因，我认为在财政政策方面完全的自主性和随意性是不可取的，即使有合理的制度框架也不行。完全的自主性和随意性意味着在每个时段的开始，决策者都需要从零制定财政政策，这样的做法会产生过高的风险，导致短期结果被过度强调，而长期纪律性目标得不到重视。

相反，稳健的财政规则可以帮助决策者制定在时间上更为一致的财

政政策，当然同时我们也要允许决策者拥有在必要情况下适当背离规则的自由。

事实上，一旦合理的制度框架产生，我们就可以更好地把以经济为基础的合理规则作为我们的指南针。欧盟各成员国可以达成一条共同的“经验规则”，这一规则应该同时考虑简明性和智能性，这就可以大大简化系统的复杂度。

我在本文中已经大致勾画出一套稳健规则（核心是两大目标：债务可持续性和周期稳定性）的轮廓。这可以为财政政策的评估提供一把有用的标尺，也可以为政策建议提供一个有用的框架，而在政策的具体实施上仍留有足够的判断空间。

总的来说，最优的长期方案是首先提供一个框架，然后在框架下设计出简明智能的具体规则，这些规则可以作为自主政策制定的长期锚定目标。

参考文献

Buti, Marco, and Nicolas Carnot. 2015. “What Is a Responsible Fiscal Policy Today for Europe?”*VoxEU*, Centre for Economic Policy and Research, February 24. http://www.voxeu.org/article/defining-responsible-fiscal-policy-europe

Carnot, Nicolas. 2014. “Evaluating Fiscal Policy: A Rule of Thumb.” European Commission, Economic Papers 526.EC, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, August. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/pdf/ecp526_en.pdf.

Draghi,Mario.2014.“Unemployment in the EuroArea.” Speech at the

Annual Central Bank Symposium, Jackson Hole, WY, August 22. https://www.ecb.europa.eu/ press/key/date/2014/html/sp140822.en.html.

Draghi, Mario. 2015. “Speech by the President at SZ Finance Day.” Frankfurt am Main, March 16. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/ sp150316.en.html.

Eyraud, Luc, and Tao Wu. 2015. “Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe.” IMF Working Paper WP/15/67. IMF, March. https:// www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1567.pdf.

European Commission. 2015. “Making the Best Use of the Flexibility within the Existing Rules of the Stability and Growth Pact.” Communication from the Commission to the European Parliament ..., COM 2015(12), Strasbourg, January 13.

Fall, Falilou, Debra Bloch, Jean-Marc Fournier, and Peter Hoeller. 2015. “Prudent Debt Targets and Fiscal Frameworks.”*OECD Economic Policy Papers* 15. OECD Publishing, July 1. http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5jrxtjmmt9f7.pdf?expires=1442697237&id=id&accname=guest&checksum=B02AC8EB1924F7E13D53FAADD2702BB1.

Kopits, George, and Steven A. Symansky. 1998. “Fiscal Policy Rules.” IMF Occasional Paper 162. IMF, July 22.

Sargent, Thomas J., and Neil Wallace. 1981. “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.”*Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5 (3): 1–19. https://www.minneapolisfed.org/research/qr/qr531.pdf.

感谢尼古拉斯·卡诺特在本文准备过程中提供的帮助。

20

21世纪公共板块的合理规模及公共债务的合理水平

J. 布拉德福德·德隆 加州大学伯克利分校经济学教授

当奥利维尔·布兰查德指派我到这个讨论小组的时候，他要求我的发言“更具煽动性一些”。

因此根据他的要求，下面我将进行一些有煽动性的发言：

我这次发言的议题是“中期财政政策”及其影响。因为我要讨论的是财政政策的“中期”影响，我必须假设某些情况成立或者在未来将会成立，当然目前这些情况可能还不成立，在未来也不一定会成立，至少在未来10年内是如此。如果我们要把“中期”和“短期”有意义地区别开来，就必须假设北大西洋经济体将会较快地进入一个安全名义利率不为零的时期。中期指的是货币政策能够完全发挥作用、解决需求稳定性问题的时间段。

因此，要讨论中期的情况，我们就必须假设已经掌握了以下三个问题的答案，并且已经实施了解决以下三个问题的政策。这三个问题正是目前我们在宏观经济方面面临的最重要的三个问题。这三个问题实际上是关于短期的问题，它们分别是：

•作为一种对经济周期起稳定作用的政策，财政政策究竟扮演着怎样的角色？

•为了保证公开市场运作为主导的正常货币政策能够足够有效地进行资产购入，我们究竟应该把通胀目标设定在怎样的水平上才是合适的？

•我们是否应该考虑实施一些高度非常规的"社会信贷政策"，比如通过向家庭直接发放现金的方式进行货币和财政双重扩张的政策，靠现金融资的政府购买计划，央行进行的大规模公众借贷计划，以及其他措施？

这是我们如今迫切需要回答的三个问题。但我在本文中将不会讨论这些问题，我将会把讨论这些问题的机会留给其他人。在本文中，我将假设我们已经找到了这三个问题的令人满意的答案。

在我看来，关于中期经济情况，有三个主要的问题需要我们回答。这是我们只着眼于北大西洋地区，只考虑北大西洋地区的主要国家而提出的三个最重要的问题。（当然，我们可以进一步扩大讨论的范围，比如把新兴市场经济体也列入考虑，并考虑这些市场和北大西洋国家，以及和世界其他各部分的联系。我们甚至可以把日本的状况也考虑进来。这样我们就可以提出很多额外的重要问题，但这些问题不在本文的讨论范围之内。）这三个重要的中期问题是：

•21世纪公共板块的合理规模是多大？

•从保持经济增长和繁荣的角度来说，21世纪公共债务的合理规模是多大？

•政府债务会导致怎样的系统性风险，考虑到这些系统性风险的存在，我们应该对21世纪公共债务的合理水平做出怎样的调整？

至少对我来说，第一个问题（21世纪公共板块的合理规模是多大）的答案是非常清楚的。

21世纪公共板块的最优规模应该显著大于20世纪公共板块的最优规模。技术的进步和社会组织方面的变化使我们的经济体和“亚当·斯密经济体”的差距变得越来越大。在亚当·斯密经济体中，自由市场（或者庇古调整市场）就能发挥最大的效率，而不需要过多的政府干涉。由于我们的经济体不再具有亚当·斯密经济体的特征，因此越来越多的经济活动需要受到各种社会和经济干预措施的管理（参见德隆和弗鲁姆金，2000）。政府就是进行上述干涉的重要机构。因此，和20世纪的情况相比，21世纪我们应该拥有更大的公共板块，而私有板块的规模则应该相应缩小。

同样，对我来说第二个问题的答案也很清楚。

21世纪公共债务的合理水平应该高于20世纪的典型公共债务水平。只要回顾世界经济史就会发现，跨期预算严格限制和平时期财政状况的时代已经过去，储备货币发行国家拥有特权的时代也已经过去（参见德隆，2014和科根等，2015）。

增加政府债务水平并不需要基本盈余，反而允许出现基本赤字。因此，我有明显的理由支持提高政府债务水平，除非21世纪的利率走向与20世纪的情况完全不同（即利率高于经济增速）。

事实上，我们观察到，目前北大西洋各经济体的情况是利率严重低于经济增速。政府债券的实际利率甚至比20世纪更低。目前，金融市场参与者似乎预期这种超低利率现象会永远持续下去（参见萨默斯，2014）。

而第三个问题（政府债务水平会对系统性风险产生怎样的影响）则比较难回答。

首先，我们需要澄清以下几点：政府债务的增加并不会在未来产生扭曲性的税收或不公平的收入分配，给经济体增加负担。由于目前的利

率和未来的预期利率都处于很低的水平，上述现象不会发生。增加政府债务也不会挤占能提高生产率的投资机会，从而减慢经济增长。因为目前利率不反映赤字，或者最低限度地反映赤字，上述现象不会发生。只要上述两点中有任何一点不成立，我们就可以结束超低利率的时期。如果上述两点有任何一点不成立，我们对第二个问题的答案就会立即变得不同。

因此，现在的问题是这样的：在一个目前利率和预期未来利率都非常低的环境中，在一个利率对政府赤字不会做出反应的环境中，增加政府债务不会产生挤占效应，也不会对未来经济造成负担，那么低尾会发生怎样的情况？低尾会对政策产生怎样的影响？这个问题可以被分成4个子问题：债务的增加会在多大程度上增加利率在无基本面原因驱动的情况下出现激增的可能性？利率激增的幅度有多大？如果利率激增的情况确实发生，政府将以怎样的政策应对？这些情况会对经济体产生怎样的影响？

因此，问题的答案取决于以下一些因素：

•在缺乏基本面重要新闻的情况下，投资者持有政府债券的意愿突然大幅上升的风险有多大？

•如果这种风险导致经济体在拉弗曲线上大幅度向右移动，以至可持续的债务变成不可持续的债务，政府有多大能力应对这种风险？

我认为投资者因为恐慌而抛售政府债券（在不出现恐慌情况下，这些政府债务是可持续的）的风险是比较小的。我与莱因哈特和罗格夫2013年论文中的意见一样，认为政府手中握有足够的法律工具，可以通过金融压抑的方法来支撑政府的债务。因此，我觉得不应该对上述考量给予过多的权重。也就是说，我认为不应该因为系统性风险问题对21世纪储备货币发行国家政府债务的最优水平进行太大的调整。

但是，我在这方面的信念是脆弱的。我对这些议题的理解也是不够全面的。

下面请允许我进一步讨论这三个问题。

21世纪政府的合理规模

假设商品的生产和分配具有适度的竞争性和排他性：

•可以很容易地用很低的成本控制商品的取得。

•商品是稀有的。

•商品的生产满足规模报酬不变的条件[注]。

我们进一步假设，关于买卖的信息在市场的两侧都是平等对称的。在这样的条件下，就不会出现逆向选择和道德风险的情况。

最后，我们还假设财富会根据效用及应得与否进行公平的分配。

如果上述假设全部成立，那么竞争性的亚当·斯密市场就拥有其标准化的优势。在这样的情况下，公共板块的作用仅限于：

1. 制定反托拉斯政策以减少市场势力、微观价格和合同的黏滞性。

2. 制定需求稳定政策，以减少宏观价格和合同的黏滞性对宏观经济造成的伤害。

3. 金融监管，以中和现存财富的偏差（过于乐观或过于悲观）对资产价格的影响。

4. 公共板块试图对人类的其他经济心理行为（比如嫉妒、怨恨、短

视、激动等）造成的市场失灵进行调控的努力（这些努力通常是无效的）。

问题是，在21世纪我们所生产的商品正变得越来越：

•竞争性降低，

•排他性降低，

•更容易受逆向选择和道德风险的影响，

•更容易受短视及其他行为心理学因素造成的市场失灵的影响。

在21世纪，需要学习的知识越来越多，教育变得越来越重要。如果21世纪只有一个领域中行为经济学和逆向选择会扮演重要的角色，那这个领域肯定是教育。用长期贷款来支付教育投资，实质上将对教育的成本收益计算问题交给了青少年，这种政策从任何方面来看都是灾难性的（参见戈尔丁和卡茨，2009）。

21世纪，人们的平均寿命将会更长，因此退休金也扮演了更为重要的角色。然而，美国政府却通过401（k）计划把退休金私有化，在我看来，这种政策同样是一个巨大的灾难（参见蒙内尔，2015）。

在21世纪，医疗支出将占总收入的25%，甚至33%，甚至更高。潜在病人的医疗支出分布高度不对称，医疗保险市场存在着巨大的逆向选择和道德风险问题。只要我们进行简单的计算就会发现：我们要么让社会保险负担更大份额的医疗开支，要么把医疗能带来的巨大实用利益改进白白扔掉。

此外，21世纪信息商品所占份额会比20世纪更大。由于信息商品的生产既不具有竞争性也不具有排他性，因此通过竞争市场的方法来提供信息商品并不能起到提高效率的作用。如果谷歌向我们提供的服务的定

价不是由这些服务产生的价值所决定的，而是由谷歌能把用户对广告的关注度卖多少钱决定的（这是一种中间商品），那么这在微观经济学上一点道理都没有。

此外，不符合上述理想假设的商品还包括标准的公共商品，比如公共设施建设和基础研究等。

我想我已经说得够多了。

在21世纪，还有一种类型的政府支出不应该，同时在很大程度上也不可能通过完全竞争市场来决定。而且在21世纪这类开支占政府总开支的比例可能小于20世纪。这类开支就是国防开支。

因此，在21世纪，我们面临着一种结构性的转移，从具有上述理想特质（竞争性、排他性、购买的重复性、声誉可以起到限制短视行为的作用等等）的商品转向不具有这些特质的商品。请记住，只有符合上述理想特质的商品才能够让亚当·斯密市场有效率地运行。这就产生了一个严重的问题：我们知道，不仅市场失灵可能导致很坏的结果，很多时候政府失灵也同样可以导致很坏的结果。

21世纪我们迫切需要发展出新的有效的制度形式。

但是，与此同时，日益突出的市场失灵现象对21世纪私营板块的相对规模和公众管理领域都产生了深远的影响。由于在21世纪亚当·斯密式商品所占的份额已经越来越小，任何理性的政府都应该预见到私营板块规模的收缩和公共板块规模的扩大。这一点只要学过基础的微观经济学和行为经济学就应该非常容易理解。此外，我们还应该认真考虑上述变化对公共财政产生的影响。

21世纪公共债务的合理规模

让我们回顾一下克林顿政府执政时期，当时美国政府的债务水平看起来确实不在一种可持续的水平上。我发现在这个时期，美国利率所受冲击和美元价值的正相关性似乎正在消失。当时我们非常担心美国正在接近其债务能力的上限，并且认为我们需要采取根本性的政策改进来减少赤字水平（参见布林德和耶伦，2000）。

我们是不是从那时候开始就已经错了？或者我们那时候是对的，但之后的世界发生了改变？或者我们目前正处在一个不稳定的修正阶段，而我们将在10年内回到正常状况中？对此我个人难以做出清晰的判断。

然而，非常清楚的是，目前金融市场对于储备货币发行国债务能力的指示是非常奇怪的。

2005年的时候，美国的10年期国债利率大约和名义GDP的增长率相当（两者都是每年5%）。现在，美国的10年期国债利率已经低于名义GDP 250个基点。由于债务的到期时间较短，国债的平均利率已经从比经济趋势增长率低100个基点的水平下跌到了比经济趋势增长率低近350个基点的水平。也许你可以说服自己相信市场预期未来国债的10年期利率会比现在平均高50个基点。对此我只能说，也许吧。

如果我们着眼于更长的时间段，预算与政策优先中心的理查德·科根和他的同事2015年已经开始清算行政管理和预算局的数据了。在过去200年中，美国政府借款利率平均比经济增长率低100个基点。在过去的100年中，美国政府的借款利率平均比经济增长率低170个基点。在过去的50年中，美国政府的借款利率平均比经济增长率低30个基点。在过去的20年中，国债利率平均比经济增长率高20个基点。在过去10年中，国债利率平均比经济增长率低70个基点。



图20–1 10年期美国国债的名义利率

资料来源：Federal Reserve Economic Data，Federal Reserve Bank of St. Louis。

如果我们回顾北大西洋主要工业国家的公共财政史，就会发现，在任意一个10年中，债务本息与未偿付本金的比例高于经济平均增长率的时候很少，上次这种情况发生还是在大萧条时期，而再上次则是在1890年。

自大萧条以后，在任意一个超过10年的时段，主要北大西洋储备货币发行国家的政府债务始终满足以下不等式：$g > r$。

除非我们相信未来有很大的机会出现核战争或者环境的崩溃，否则大部分人都会认为北大西洋经济体在私有实际资本、知识资本以及组织资本方面的投资效率并不算低：因为r比g小不少。以私有资本为形式的财富投资可以被放心地视为一种储蓄者的现金来源。



图20–2 经济增长率和利率的关联性变得越来越大

资料来源：Center on Budget and Policy Priorities，CBPP.org。

然而对于政府投资而言，$g > r$却会产生一些深刻而令人担忧的问题。自1890年以来，北大西洋国家的政府在提高债务时既提高了公民的边际效益，又提高了经济的增速，还提高了国债购买者的福祉（因为国债购买者确实是自愿购买这些国债的），一言以蔽之，这是一个三赢的局面。

事实上，有证据表明，北大西洋经济体在整个20世纪一直面临着以政府净资本为形式的社会财富过度堆积问题。换句话说，就是政府的债务水平低于最优水平。

因为政府借贷不足，20世纪北大西洋主要国家面临着一种特殊的动态无效情况。在过去的100年中，美国的债务每减少年GDP的10%，只能给纳税人带来占年GDP0.1%的资本流（资本流的形式可以是增加主要支出、减税，也可以是两者兼有）。

这种动态无效的宏观经济学基础究竟是什么呢？任何了解经济学的人都会明白，如果一种类型的投资（这里的投资指的是纳税人的财富被政府持有，政府通过分期偿还债务的方式来进行投资）在动态上是无效的，那么我们就应该少进行这种投资。我们应该减少这方面的投资，直

到我们达到黄金律水平，如果我们没什么耐心，甚至应该将投资水平降至更低。纳税人如何才能远离这个动态无效状态，达到黄金律水平呢？应该减少分期偿付债务的数量，政府应该借更多的钱。

现在大家都反对这一逻辑，我也反对这一逻辑。

用政府持有的社会财富作为抵押的债务应该能够对投资者持有的以私人资本作为抵押的债务起到很强的替代作用。因此，我们很难理解，为什么经济体在私有资本方面能够做到动态高效，但在政府持有的社会财富方面却一直保持动态无效的情况。但不管怎样，政府债务的动态无效似乎是一个事实。

我们看到，风险债券溢价过高，股本过高，债券溢价质量低，两者之间的差值也过大。这些现象说明，以私有资本为形式的财富投资对储蓄者来说是一种动态高效的现金流来源，而用纳税人的钱来偿还政府债务实际上则会导致现金流的浪费。

因此我认为，我们面临着一种以股本回报率溢价为表现的严重的市场失灵现象，这种市场失灵现象的存在说明金融市场没有能够有效地利用社会的风险承受能力，这种市场失灵现象压低了风险投资的价值，而抬高了投资者认为安全的资产的价值，在这里安全资产指的是储备货币发行国的国债。但是，我们应该如何消除这样的市场失灵现象呢？市场经济的优点不就在于我们可以生产有价值的东西吗？储备货币发行国的国债不就是一种可以以很低的成本生产出来的很有价值的东西吗？那为什么我们不更多地发行这种国债呢？如果我们研究一下目前收益率曲线的情况，就会发现至少在未来的半个世纪内，储备货币发行国的国债确实是一种非常有价值的资产。

基于上述理由，我认为21世纪的公共债务水平应该高于20世纪的公共债务水平。投资者想要持有更多的政府债务：自1890年以来政府债务的市场价格奇高现象就清晰地说明了投资者的这种意愿。如果人们想要

某种商品，而这种商品又能以低廉的成本被生产出来，那么市场经济体就应该更多地生产这种商品。政府债务目前正好是这样一种商品。从收益率曲线的情况来看，至少在未来半个世纪内，政府债务都将符合上述商品的定义。

系统性风险和公共债务的积累

现在，还存在另一个重要的问题：如果我们充分提高政府债务的水平，使政府借贷利率大于经济增长率，那么政府债务的增加是否会产生显著的系统性风险呢？是的，北大西洋主要工业国家政府债务的价格目前非常高。但是如果突然出现一个负面的冲击，导致投资者不愿意再持有这些政府债务该怎么办？如果我们的下一代进入市场以后耐心比我们差很多怎么办？在这样的情况下，如果政府想要进行债务展期，就会产生高额的债券摊销税，而如果政府的债务水平足够高，这种债券摊销税就会推动整个经济体向拉弗曲线的右侧移动。也就是说，一旦上述偏好改变发生，就可能导致政府债务变得不可持续。

虽然这样的风险确实存在，但我认为这种风险相对来说比较小，具体原因有以下两点。

第一，在历史上从来没有发生过这样的情况，回顾经济史，自议会政府存在以来，投资者从未在没有重大基本面新闻的情况下突然产生负面的偏好变化，突然减持北大西洋主要工业国家的国债。我们在历史上看到的所有财政危机都是受负面的基本面新闻驱动的：魏玛共和国的财政危机、波旁王朝路易十四的财政危机、斯图亚特王朝卡尔二世的财政危机、哈布斯堡王朝菲力普四世的财政危机都是如此。

第二，莱因哈特和罗格夫2013年的研究指出，在19世纪和20世纪的大部分时段中，北大西洋经济体政府都能够通过金融压抑的方法轻松地

对金融板块征税。通过金融压抑而获得的用于偿还政府债务的实际财富规模约等于当时政府所有债务规模的总和。这样的税收对于金融板块来说当然是痛苦的，但出现严重不稳定情况的风险很低。只有当主要工业国家政府允许用比本国货币更坚挺的货币大规模借贷时（此举等于发行了大量针对本国货币的看跌期权，并且对这些期权的风险不做对冲处理），才会出现较严重的不稳定风险。

但是，肯尼斯·罗格夫2015年的论文却不再同意莱因哈特和罗格夫2013年论文中的看法。由于肯尼斯·罗格夫是一位著名的智者，任何人在不同意他的观点前都应该考虑到提出异议的巨大风险。肯尼斯·罗格夫认为目前主要北大西洋国家的国债利率长期偏低只是暂时的失衡现象，这种现象很快就会消失。肯尼斯·罗格夫认为问题的根源是债务的过度发行和杠杆化过高：有人把这种现象称为“长期停滞”，有人把这种现象称为“全球储蓄过剩”，有人把这种现象称为“安全资产匮乏”或者“资产负债表衰退”，但不管起什么样的名字，这种现象的本质都是一样的。

肯尼斯·罗格夫的观点如下：

与长期停滞不同，债务超级周期并不会永远持续。……关于如何将债务超级周期理论融入经典经济学模型的问题，现代宏观经济学界并未给出快速的分析论证。……我们过度强调传统的政策反应，而未能充分使用非传统的政策工具。……目前严厉的监管环境极大限制了风险较高和规模较小的贷款人获得信贷的能力。因此，低国债收益并不一定能反映出世界经济所面对的更广泛的信贷表面的真实情况。……抬高信贷表面的主要因素可能是金融危机后全球经济增速的放缓及潜在风险问题，但政策显然也扮演了重要的角色。

肯尼斯·罗格夫观点的核心是，他认为目前北大西洋经济体面临的借贷低利率“并不一定能反映出更广泛的信贷表面的真实情况”。也就是说，政府借贷应有的成本实际上远远高于目前的利率。为什么？因为他

认为，如果未来某些情况下私有债券持有者会违约，那么在同样的情况下政府通过税收筹集资金也会导致很高的社会效用成本。

关于这一点，我不同意肯尼斯·罗格夫的观点。对主要北大西洋国家来说，它们的潜在税收基础具有很大的宽度和深度。因此，这些国家的政府提高收入的手段很多，这些手段也很有效。我认为政府的税收能力和私有借款人的经营现金流量之间的相关程度并没有那么高。2008—2009年那样的金融危机会暂时摧毁美国企业板块产生经营现金流量用以支付债务的能力，同时债务展期的成本也大幅提高。但是在同一时期，美国政府的金融机会并没有因此而减少。

此外，肯尼斯·罗格夫还说：

针对利用政府投资在生产力和效率上提高未来经济增速的问题，上述两种模型给出的建议差别不大。当实际利率低，大量建筑工人处于失业和就业不足状态时，好的基础建设项目应该能够提供比平常更高的回报率。

因此，只要政府能做到合理融资，并重拾政府支出给经济体带来的好处，那么提高政府债务水平并不会严重影响政府的债务与收入比率。

结论

展望未来，我得出以下几点结论：

1.从理论上来说，北大西洋国家公共板块的规模应该比20世纪更大。

2.从理论上来说，北大西洋国家的公共债务水平应该比20世纪更高。

3.只要政府实施审慎的监管措施（即有效限制银行板块发行对本国货币的看跌期权，且不对上述期权的风险做对冲的行为），那么北大西洋主要经济体就能够通过金融压抑的方式向金融板块征税，而此举能够在投资者对政府债券的持有意愿发生负面偏好冲击的时候提供保险措施。

我认为我的前两点结论的论据是非常扎实的，而第三点相对来说论据没有那么充足。

尽管这样，我认为，如果反对者想要论证北大西洋国家21世纪的政府板块规模和政府债务水平不应该大于20世纪，他们必须以政治—经济—政府失灵为基础来论证这一点。

他们的主要论点不应该是在政府高效运转的前提下，提高政府债务水平和加大政府支出会导致效用的下降，而应该论证政府本身效率就很低下。

反对我观点的人不应该把政府看作我们管理和协调社会劳动分工的工具之一，而应该认为政府在目前实际状况下等同于一个不断亏损的产业。他们应该指出政府支出不仅是无用的，而且是有害的。因此，任何放松限制政府规模的手段都是邪恶的。

事实上，目前公共选择学派正是持有这样的观点。正如劳伦斯·萨默斯2011年的论文指出的，公共选择学派极度强调政府失灵现象，并且“把这种现象无限制地推广到了无政府主义的程度，他们的这种态度在事实上不能帮助设计管理制度的人做出理性的选择”，也不能为公共政策的制定提供帮助。我个人认为，如果反对我意见的人想提出这样的论点，他们在构筑自己的学说之前应该首先考虑到他们的论点是否真的能为公众的选择提供帮助。

参考文献

Blinder, Alan, and Janet Yellen. 2000.*The Fabulous Decade: Macroeconomic Lessons from the 1990s*. New York: Century Foundation.

DeLong, J. Bradford. 2014. “Notes on Fiscal Policy in a Depressed InterestRate Environment.” Faculty blog, Department of Economics, University of California, Berkeley, March 16.http://delong.typepad.com/delong_long_form/2014/03/talk-preliminary-notes-on-fiscal-policy-in-a-depressed-interest-rate environment-the-honest-broker-for-the-week-of-february.html.

DeLong, J. Bradford, and A. Michael Froomkin. 2000. “Speculative Micro- economics for Tomorrow’s Economy.”*First Monday* 5 (2), February 7. http:// firstmonday.org/ojs/index.php/fm/article/view/726.

Goldin, Claudia, and Lawrence Katz. 2009.*The Race between Education and Technology*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Kogan, Richard, Chad Stone, Bryann Dasilva, and Jan Rezeski. 2015. “Differ- ence between Economic Growth Rates and Treasury Interest Rates Significantly Affects Long-Term Budget Outlook.” Washington, DC: Center on Budget and Policy Priorities, February 27. http://www.cbpp.org/research/federal-budget/ difference-between-economic-growth-rates-and-treasury-interest-rates.

Munnell, Alicia. 2015. “Falling Short: The Coming Retirement Crisis and What to Do About It.” Brief 15-7.Center for Retirement and Research, Boston College, April.http://crr.bc.edu/briefs/falling-short-the-coming-retirement-crisisand-what-to-do-about-it-2.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2013. “Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten.”

Working Paper 266. IMF, Washington, DC, December 24. https://www.imf.org/external/pubs/cat/ longres.aspx?sk=41173.0.

Rogoff, Kenneth. 2015. “Debt Supercycle, Not Secular Stagnation.”*VoxEU*.Centre for Economic Policy and Research, April 22.http://www.voxeu.org/article/ debt-supercycle-not-secular-stagnation.

Summers, Lawrence. 2011. “A Conversation on New Economic Thinking.” LarrySummers.com, April 8. http://larrysummers.com/commentary/speeches/ brenton-woods-speech.

Summers, Lawrence. 2014. “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound.”*Business Economics* 49 (2): 65–73.

---

1. 规模报酬不变是指生产规模的扩大并不能降低单位生产成本。——译者注

资本流入、汇率管理和资本管制

21
浮动汇率、自我导向政策和经济一体化的限制

莫里斯·奥布斯特费尔德 IMF首席经济学家

在展开讨论之前，我想先提出一个经久不衰的问题：浮动汇率制现在还是一种有效的制度吗？我认为答案是肯定的。

在过去的20年中，很多新兴市场经济体从过去的汇率制度转向了浮动汇率制。大家普遍认为，该制度帮助这些新兴市场经济体在2008—2009年的经济危机中保持了稳定。然而，当汇率发生急剧波动时，浮动汇率制却面临着很大的压力。尤其是在2015年夏天以后，对货币政策转向的预期和对增长的担忧导致汇率突然发生了大规模调整。现在，国际金融市场的范围和关联度都达到了有史以来的最高水平，而汇率浮动背后的原因正是国际金融市场上投资组合的变动。

上面这些情况并不新鲜。比如在20世纪80年代，美元汇率就曾经发生过剧烈的波动，这一波动导致美国试图通过《卢浮宫协议》推行主要汇率的“目标区”（这一努力最终效果不佳），也导致了1988年美国《综合贸易法案》的通过（现在美国财政部每年公布的外汇报告就是基于这一法案的精神）。在过去的几十年中，我们还不止一次见到货币政策的传递效应，某些国家的货币政策导致外国资本大幅流入本国，有时还会产生急剧的资本外流，导致金融危机的发生。

20世纪50年代和60年代，米尔顿·弗里德曼和哈里·约翰逊力荐采用浮动汇率制的时候，他们的主要论点是，如果政府试图保持非均衡状态

下的固定汇率，就会对国际贸易和国际资本流动产生不必要的限制。从某种程度上来说，弗里德曼和约翰逊一开始的论断是正确的，浮动汇率制确实可以促进国际金融自由化，推动世界贸易的持续扩张，并且能够通过发展更好的国际供应链，起到提高生产效率的作用。

但是，也正因为浮动汇率制促进了国际一体化，特别是金融一体化，它同时也导致了国际宏观经济和金融外溢效应的产生。因此，我们逐渐听到了反对浮动汇率制的政治和经济方面的论点，而这些论点的支持者认为应该在若干维度上重新引入市场分割元素。

在贸易方面，上次金融危机爆发以后立刻出现了所谓“货币战争”的说法，这种呼声的出现说明，用国内刺激性措施导致外国货币突然大幅升值的政治手段是有局限性的。针对这样的政策措施，有的国家采取了限制资本流入的措施作为回应。目前，情况出现了一定程度的逆转，以前经常被指为货币侵略者的美国，现在正面临外国货币（包括欧元）的贬值问题。面对这样的情况，美国的参众两院更加倾向于支持一些法案，对外币汇率水平低估或人为操纵汇率的国家实施自动制裁（比如反补贴税）。但这样的措施会提高美国贸易伙伴的报复风险，并导致对全球多边贸易体系的破坏。此外，单边货币制裁措施还可能受到国际贸易组织的反对，而国际贸易组织的反对本身也可能导致更大范围的不稳定因素。

随着布雷顿森林体系的瓦解和浮动汇率制的采用，很多国家选择主权优先于货币政策。但是，在当时，国家的货币政策对其他经济体产生的外溢效应尚未被广泛认识。很多国家愿意在加入世界贸易组织的进程中放弃一定的主权，因为贸易政策工具相对来说容易确认，而且通过合作实施这些政策的好处也是显而易见的。此外，很多国家也欢迎所谓的“约束机制”，因为这种机制可以帮助它们抵抗既得利益者施加的政治压力。然而，在货币政策领域却不是这样，任何国家都不愿意承诺限制自己的货币政策工具，即使其他所有国家都做出类似的承诺也不行，因

为货币政策对宏观经济的稳定性和经济增长的影响过于明显，而过去的经验显示，汇率方面的承诺（在金本位制度下）总体来说对本国不利。

同时，世界各国也早已认识到，存在各国采取竞争性货币措施的可能性。IMF以及G7、G20都把防止上述风险列为它们的目标之一。这方面的努力取得了一定的成果，但显然当汇率突然发生强烈波动的时候，这些国际组织的努力尚不足以左右各国政府的政治反应。是否这些政治反应是国际金融系统一个内生的部分，我们只能继续承受这样的现象？我们是否有可能在某些层面上建立更稳健的多边合作措施，加强国与国之间的协作呢？当然，IMF和G20的另外两个目标是保持平衡的国际经济增长，以及保证经济上合理的支付方式，而这些目标本身就可以帮助我们限制大幅的汇率波动。然而，即使我们已经做出了这样的努力，各国在这方面的表现仍存在着显著的差异。因此，未来我们应该继续努力寻找加强多边协作的途径，保证汇率及宏观经济监督方面的国际合作。

除了汇率途径，政策还可以通过影响利率、资产负债表以及资本流动而产生严重的外溢效应，这一点是我们在战后第一个20年中从未想到的。现在，主要经济体的长期名义利率关联度很高，主要经济体的流动性情况通过各种渠道向新兴市场经济体传递。[注]有人甚至认为，即使在现行的汇率体系之下，这种国家间的外溢效应也会完全主宰新兴市场经济体的国内政策手段。[注]有很多证据显示，国际金融周期确实存在，在这样的周期中，某些因素能够驱动全球性的信贷扩张和全球性的房地产升值，最终导致全球性的金融危机。

很多人建议，受到国外信贷涌入冲击的新兴市场经济体应该让本国货币升值，但是正像发达经济体并不想让本国货币升值一样，货币升值对新兴市场经济体来说也是痛苦的。尤其是新兴市场经济体的企业缺少发达国家企业的市场支配力，这就进一步加重了货币升值的成本。此外，即使让本国货币升值，也不能完全保护金融板块，比如，量化信贷限制的放松和资产负债表效应仍然会对新兴市场经济体的金融板块产生

影响。因此，国外的流动性状况仍会传入这些新兴市场经济体，并导致过度信贷增长和泡沫产生的风险。而资本接收国的央行如果通过阻碍本国货币升值的方法进行干预（这些国家央行通常确实会这么做），上述效应反而会变得更强，因此没有办法对外溢效应进行完全的冲销干预。另一方面，如果这些国家存在外币债务，不管这些债务是在岸的（如国际清算银行所警告的那样）还是离岸的，未来资本流出的可能性都会使货币贬值政策变得更加危险。

面对上述困境（尤其是我们有理由担心，如果资本流入导致的国内信贷增长不能流入良性的渠道，那么资本的流入就会对国内的金融稳定产生负面的影响），有人提出一种次佳的资本管制措施：虽然在原则上宏观审慎监管政策应被优先使用，但如果宏观审慎监管政策不能被有效地使用（老实说，除了对房地产市场的干预，目前我们并不清楚究竟应该怎样实施所谓的宏观审慎监管政策，而且多方面的证据也显示，宏观审慎监管政策在现实中所起的效果并不显著），那么就应该采取资本流入管制的次佳政策。目前，面临美联储随时可能加息的环境，我们也许应该将更多的注意力放在资本流出的问题上，虽然这个问题可能更加难以解决。目前我们只能希望合理的资本流入管理措施能够减少在经济状况扭转时想要外流的自由资本的数量，从而减少资本外流控制的必要性。但是，资本管制方面的理论研究（比如法里和韦宁在2013年IMF的年度研究会议上发表的论文）通常都会忽略执行方面的问题，因此会对资本流入管理和资本流出管理提出对称性的处方。[注]

在支持对国内资本市场和国际资本市场采取一定程度的隔离措施的论点中，有一种论点是比较具有说服力的，那就是，如果让资本市场完全开放，那么国家主权优于金融稳定性的政策方针就会令宏观审慎监管政策的实施更加困难，甚至导致宏观审慎监管政策不可能实施。这就是舍恩马克尔在2013年的论文中提出的金融的“三重困境”。根据这一理论，一个国家不可能同时拥有以下三点：

1.完全向国际市场开放的金融市场，

2.国家主权高于金融政策，

3.金融稳定性。

比如，国家主义的监管和解决方案通常会对国外的反应估计不足，从而导致整个互相关联的国际金融系统的稳定性下降。如果国内的监管措施比国际上盛行的监管措施更加严格，那么金融中介机构往往就会通过各种各样的手段来规避国内的监管。在21世纪最初的几年内，上述问题在欧元区表现得非常明显，并且产生了一些负面的影响。正是为了解决这些问题，欧元区才寻求成立欧洲银行业联盟，这一联盟实际上就是各国为了维护整体金融政策而在一定程度上牺牲国家主权。但是，这个问题并不仅存在于共用同一种货币的经济体之间，甚至也存在于金融上互相联系但不使用同一种货币的经济体之间。

因此，虽然我们已经广泛采用浮动汇率制（随着浮动汇率制的实施，国际资本市场也随之不断扩张），富裕国家的央行管理者仍然认识到了外溢效应的重要性。为了解决这个问题，他们在1974年启动了旨在推进国际合作的巴塞尔进程。这个旨在信息交流和研究最佳监管措施的论坛规模不断扩大，吸收了越来越多的国家，成为国际政策合作方面最闪亮的成功案例。巴塞尔进程考虑到了各国单独制定的、只考虑本国情况的金融政策在全球化资本市场时代的严重局限性。但是，巴塞尔进程也不可能解决所有的问题。比如，如何监管那些会对全球金融市场产生系统性风险的金融机构，如何解决某些国家在国外信贷大量涌入时可能无法有效实施宏观审慎监管政策的问题，对于这些问题，巴塞尔进程目前尚未提供满意的答案。正是因为这些问题的存在，有些国家采取了隔离性的防御措施。比如美联储要求持有美国非分支资产超过500亿美元的国外银行机构必须成立控股公司，接受美联储的监管。注

这类隔离性措施究竟属于资本管制措施还是属于宏观审慎监管措

施？一般我们认为，在对国内和国外居民一视同仁、不采取区别对待的歧视行为的前提下，这类措施可以视为宏观审慎监管措施。然而从另一个方面来看，这样的措施又确实割裂了国际资本市场（当一个银行机构在多国都有业务，这种管制措施阻碍了资产在银行各机构间的自由流动），因此可能造成一些潜在的效率方面的牺牲，而且银行业企业的内部资本市场也因此受到了分隔，从而不能产生规模的协同效应。[注]然而，我们必须承认上述规模协同效应可能存在一些隐性的社会成本，比如对所在国金融稳定的削弱作用。从这样的角度来看，隔离性措施可能确实值得采取。但是，不管怎么说，只有在金融资源完全自由流动的情况下，银行业才能获得利润的最大化，因此隔离措施还是导致我们背离了最优均衡点。我个人认为，上述情况与舍恩马克尔2013年提出的金融三重困境是高度一致的。

如果在某些情况下确有必要实施资本管制（比如说因为非银行渠道的中介作用，或者因为监管基础薄弱等原因），那么我相信仍然需要制定一些跨国的规则来规定这些措施的具体使用方法，这样才能降低金融保护主义的危害，并限制各国的行为对其他国家产生的外部效应的规模。此外，这种国际协定还能防止某些国家的政府用这些手段来达到人为操纵货币的目的。这是目前的浮动汇率体系所面临的另一个国际合作方面的挑战。在这里我想借用丘吉尔的一句名言，目前的体系确实存在需要改革的领域，但在世界商品和资产大规模自由交易的环境中，“目前的这个体系已经是我们所能想到的最好的体系”。

参考文献

Blanchard, Olivier J., Davide Furceri, and Andrea Pescatori. 2014. “A Prolonged Period of Low Real Interest Rates?”In*Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, ed. Coen Teulings and Richard Baldwin. London: CEPR Press.

Farhi, Emmanuel, and Iván Werning. 2014. “Dilemma Not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows.”*IMF Economic Review* 62 (4): 569–605.

Goldberg, Linda S., and Nicola Cetorelli. 2011. “Global Banks and International Shock Transmission: Evidence from the Crisis.”*IMF Economic Review* 59 (1): 41–76.

Obstfeld, Maurice. 2015. “Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization.” In*Global Liquidity, Spillovers in Emerging Markets and Policy Responses*, ed. Claudio Raddatz, Diego Saravia and Jaume Ventura. Santiago: Central Bank of Chile.

Rey, Hélène. 2013. “Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” In*Proceedings*, *2013 Economic Policy Symposium: Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, 285–333. Jackson Hole, WY. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Schoenmaker, Dirk. 2013.*Governance of International Banking: The Financial Trilemma*. London: Oxford University Press.

Tarullo, Daniel K. 2014. “Regulating Large Foreign Banking Organizations.”Speech at the Harvard Law School Symposium, “Building the Financial System of the Twenty-First Century: An Agenda for Europe and the United States,”Armonk, NY, March 27.

---

1. .例如，可参见Blanchard,Furceri, and Pescatori(2014)和Obstfeld(2015)。
2. .例如，可参见Rey (2013)。
3. .参见Farhi and Werning (2014)。
4. .参见Tarullo (2014)。
5. .参见Goldberg and Cetorelli (2011)。

22
从新兴市场经济体和巴西的角度看全球金融危机的教训

路易斯·阿瓦祖·佩雷拉·达席尔瓦 巴西央行前副行长

导言：国际金融危机后的进步和困境

在本文中，我想从新兴市场经济体的角度讨论资本流动、汇率管理以及资本管制（用现在最流行的术语来说，应该叫作资金流管理）的问题。[注]虽然我不想把问题过度简单化，但是我必须要说，对我们很多人来说，这次的国际金融危机给我们一种似曾相识的感觉：这次金融危机中发达国家所经历的一切，我们在很大程度上早已经历过。如果不考虑危机的规模和影响范围，这次危机和我国经历过的大型债务金融危机有很多相似之处。

从这个角度来看，我认为危机以后我们已经取得了很多进步。现在，大家已经达成了相对的共识，那就是本次金融危机的根源之一是监管措施过于宽松。[注]这种情况对我们新兴市场经济体来说完全不陌生，我们过去也经历过这样的时期：不良因素的发酵、高额的债务、货币错配等。在一定程度上，可以说这次金融危机说明新兴市场经济体，尤其是巴西，所采取的实用主义政策框架从很多方面来说都是比较合理的。我们利用这样的政策框架，在我们国家保持了宏观经济和金融的稳定。在这个金融市场日益全球化和高度相互依赖的世界上，这样的政策框架使我们仍然能够相对独立地执行国内的货币政策。此外，这次危机的经

验还充分证明了在市场信心崩溃的情况下，快速实施反周期政策的重要性。这里我所说的反周期政策主要是指极端但必要的高度扩张性政策（包括财政政策和非常规货币政策）。作为新兴市场经济体，我们第一次有机会（在财政政策和货币政策上）和G20国家一起联手进行反周期的努力。此外，我们还知道如何从实用的角度管理非常规货币政策的外溢效应，同时维持我们的宏观金融框架（通过通胀率锚定和浮动汇率制度），并保持稳定。

因为我们已经取得了上面的这些进步，我认为目前的情况不应该称作“混乱”，而只能说我们仍然面对着一些“困难”。我想我们面临的难题包括以下这些：为什么我们实施了如此大规模的刺激政策，发达经济体的经济增速却仍然如此缓慢？我们到底只是处于一个新的增长周期的“平台期”，还是处于所谓“长期停滞”现象的沙漠中？我们是否低估了以下因素：（1）高债务危机的资产负债表效应，这种效应会同时削弱信用乘数和金融加速因子；（2）政治经济因素，政治经济因素会导致国家间货币政策和财政政策的协调变得更为复杂；（3）劳动力市场的“结构变化”，这一变化会影响传统的菲力普斯曲线；（4）危机之后央行反应函数中关键参数数值的变化，比如非加速通胀率失业率和中性利率的变化。

我个人无法回答上面的所有问题，因此在本文中我将主要讨论新兴市场经济体，尤其是巴西从危机中学到的经验和教训。我们学到的经验和教训主要涉及资本流动、汇率管理以及资金流管理等方面。我将讨论巴西如何通过建立实用性的政策框架，来解决境外资本突然涌入以及突然停止涌入的问题，这个框架同时需要保证巴西能够实行独立的货币政策，并且需要保持巴西宏观经济和金融的稳定性。

新兴市场经济体应如何设计一个实用的政策框架？从20世纪90年代的典型危机中学习

因为我们经历过20世纪90年代的货币金融危机，所以对新兴市场经济体，尤其是对巴西来说，本次金融危机的很多特点都是我们比较熟悉的。在很多研究本次金融危机的经济学文献中，经常提到长期存在的政策不一致性问题。在很多情况下，国内的政治经济倾向于宏观民粹主义的方向，在这样的风向下，政府可能将国内债务扩张到不可持续的水平，这样做可能是为了促进高速增长，也可能是为了解决预算与资源冲突的问题。[注]不管总需求的扩张导致的是消费的过剩（拉丁美洲的情况），还是投资的过剩（亚洲的情况），最终的结果都是债务危机、银行业危机、货币危机以及高通胀率。当然，危机的严重程度还取决于其他的因素，比如财政的浪费程度，金融系统的脆弱度，在规定的汇率制度下储备与外汇债务之间的关系，以及其他制度特点（比如各种形式的指数化，是否实行财政赤字货币化，货币政策的不同实施方法）。虽然新兴市场经济体和发达经济体在管理方法、制度设计、人均收入等方面存在较大的差异，但是从宏观经济的角度来看，它们也有一些类似之处（比如利率趋同后欧元区内部银行信贷的流动，对自我设置的财政上限和债务上限的忽略，为提高社会包容度而对房地产市场进行的准财政担保）。

在新兴市场经济体中，20世纪90年代金融危机发生之后，我们采取的第一个步骤就是限制财政和类财政的过剩，在具有多层政府结构（因而债务层次也较多）的国家尤其如此。上述措施隐含着好几层意思。首先，禁止用财政赤字货币化，推行私有化，更多地依靠制度和法律，而较少地依靠相机抉择的财政政策。同时，我们也学到了一些货币政策方面的经验[注]，大部分新兴市场经济体的货币政策框架从以货币总量为目标变成以汇率为目标，然后又变成了以通胀率为目标。我们学到的一个重要的教训，就是必须深刻理解损害稳定性的外部冲击会对固定汇率制甚至钉住汇率制造成宏观金融风险，也正因如此，新兴市场经济体逐渐采用了浮动汇率制。[注]此外，我们还明白了流向新兴市场经济体的资金流实质上是顺周期性的，因此对于这样的资本流动预防比治疗更重要：

因为一旦资本流动的方向逆转，就会导致典型的信心危机，从而资金流“突然中断”。[注]通过这次危机的经验和教训，我们从逻辑上得出了这样的结论：要想更好地利用国外的储蓄，我们需要更强的基本面信息，合理的宏观金融政策，还需要建立适当的缓冲和自我保险机制，以确保我们的发展战略能够在一个稳定和可持续的环境中实施。当然，在有些新兴市场经济体中，存在一些特殊的因素，比如大宗商品超级周期导致某些国家的贸易条件发生了显著的改善。而贸易条件的改善让很多新兴市场经济体（比如巴西）积累了大量储备货币，成为净债权国，并显著降低了它们的风险溢价。这些国家的国债变成了投资级别的债券，可观的国际投资组合和直接投资流入这些国家。

但是，经过危机的洗礼，很多新兴市场经济体建立了一套清醒和实用的方法，来面对国际新环境的挑战。换句话说，我们学会了如何处理三难选择问题[注]。简单来说，我们是这样处理三难选择问题的：我们首先把浮动汇率制作为抗击外界冲击的第一道防线；然后在可能的情况下，通过法律条款把债务（特别是公共债务）限制在合理的范围内；我们采取可靠的货币规则来控制通胀，在很多情况下我们采用以通胀为目标的框架。这个体系的实用性体现在，我们建立了一定程度的自我保险措施，并且在需要的时候可以使用多边流动性。而且，如果国际外汇市场大幅波动，我们可以在国内的外汇市场上控制住波动率。我们把教科书上的经典政策与这些实用政策相结合，事实证明这样的政策组合可以建立足够的政策可信度，并保持财政可持续性和外部可持续性。

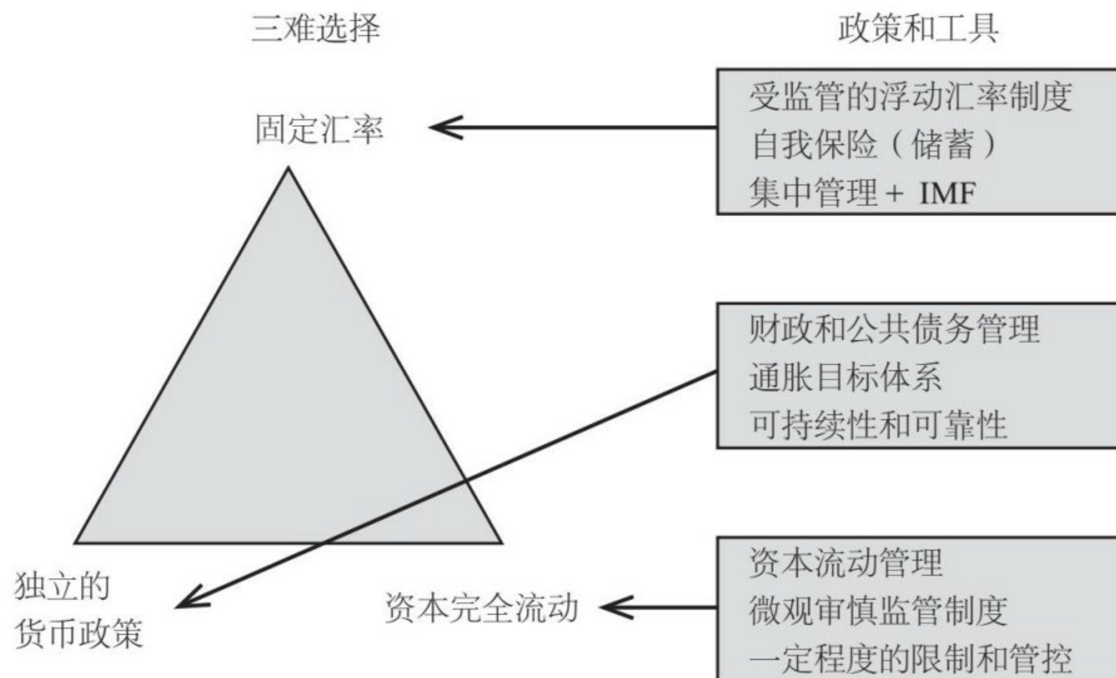


图22–1 我们如何用政策和工具来处理三难选择问题

为什么我们和其他几乎所有国家一样低估了国际金融危机的风险？我们应该学到什么教训

我认为我们低估风险是因为在上述实用性框架中存在一个灰色区域：那就是如何将金融稳定性与所谓“神圣巧合”（即同时达到产出稳定与物价稳定）相结合。

我们曾经以为，如果在这个实用性框架的基础上同时配合一系列的微观审慎监管措施（对个体金融机构实施的监管措施），就可以让整个金融系统在总体上保持稳定。在正常的金融环境中，上述假设可能是成立的。此外，我们低估金融系统性风险的另一个原因是我们对一些因素一直采取善意的忽略态度（比如全球性失衡、非理性繁荣以及资产价格膨胀），这导致我们没有重视一些危机前的危险信号。

不管从什么角度来看，在过去的几十年中都出现了一些不容忽视的

新情况，这些因素对扩大金融周期起到了正面或者负面（加大风险）的效果[注]：（1）金融市场的规模扩大，更加全球化，关联性也大幅增加；（2）随着金融全球化的扩展，很多国家财政或贸易不平衡现象加剧，却能够通过全球金融市场来对这种不平衡进行融资，公众对债务的态度也变得过于宽容（大家总是觉得“这次和以前都不一样”，而实际情况是问题的本质从未发生变化）；[注]（3）金融产品的创新使我们的风险系统变得更加复杂，创造出很多新的产品，扩大了金融服务的范围，然而这种创新也增大了系统的不透明性，有些全球化的“大而不倒”的金融机构拥有盘根错节的资产负债表，在这些人们看不到的地方，风险却在不断积累；（4）短期利率长期处于超低水平，通胀水平也长期偏低，这些现象使我们产生了经济周期已被我们完全控制的虚假自信，却也诱使投资者用更高的杠杆和更少的资产进行更多的风险投资。

简言之，国际金融危机给我们带来了以下教训和疑问：

1.我们的监管机制不能只着眼于单一企业的行为和风险，我们应该采取更宏观的审慎监管视角，主动发现整个金融系统的薄弱环节，并用适当的措施降低系统性风险。

2.保持稳定的低通胀率本身并不能保证金融系统的稳定。从逻辑上来说，央行需要重新反思的一个问题是：央行应该扮演怎样的角色，防止系统性风险和金融失衡现象的产生和积累。

3.如果央行确实需要反思它们的职责，那么货币政策是否应该部分承担保持金融稳定的责任？我们是否应该重新启动非常古老的辩论：政策究竟应该事先朝逆风向倾斜以减弱金融周期的影响，还是应该在资产泡沫破裂之后再担负起事后清理的职责？哪些变量可以对金融系统的不稳定现象起到事先警告的作用（比如资产价格）？

在危机之后，我们反思[注]的主要结果似乎是我们应该走向一个新常态的方向，并且建立一套新的实用性框架：为了达到维护宏观经济稳定

和金融稳定的目标，货币政策和宏观审慎监管政策虽然是互相独立的，但可以起到相辅相成的作用。这两种政策可以利用各自的政策工具进行合作，共同完成保持物价稳定和金融稳定的任务。虽然“神圣的巧合Ⅱ”，即宏观经济稳定和金融稳定的共同达成，目前似乎很难做到，但是在新常态的框架下，我们可以设立一个单一的监管机构（或者两个互相独立的监管机构），有效地将需求管理政策与宏观和微观审慎监管政策结合起来，共同实现宏观金融稳定的目标。

尤其是G20、金融稳定委员会、国际清算银行都为解决银行业借贷行为所导致的过度顺周期性做出了一系列重要的努力。这些努力促成了反周期监管工具的发明和实施（比如反周期的资本金要求、最大杠杆率要求、最低流动性要求以及对更稳定的中期资金比例的要求）。这些措施要求银行业必须筹集更多资金，或者在资产负债表上保持更多的流动性资产（或者两者并存），因此可以提高顺周期行为的成本，从而预防或限制国际或本地的金融周期。[注]

新兴市场经济体如何用宏观审慎监管工具来增强其实用主义的政策框架：巴西的经验

因此，除了对银行业的借贷行为实施必要的监管以外，对于新兴市场经济体来说，国际金融危机还提出一些关于宏观金融稳定的更复杂、更具体的问题。我们已经习惯了在“旧常态”下对资金流“突然中断”的现象进行管理。而现在，我们必须学会在新常态下对资金流突然涌入的现象进行管理，以保持宏观金融的稳定性。也就是说，我们必须学会如何防止外界的宽松政策传入我们国家，对我们的国内资产和信贷市场产生负面的影响，而要做到这一点，我们必须同时使用货币政策和宏观审慎监管工具，并且在必要的时候使用资本流动管理工具。

确实，面对某些种类的外界冲击，使用货币政策进行调控的效果是

有限的，尤其是在面对突然出现大量资本流入的时候，货币政策会产生额外的“牵引效应”。这对新兴市场经济体来说是一个很严重的问题，因为这些资本流动经常会造成宏观经济和金融方面的不稳定因素。[注]

准确地说，造成问题的并不是资本流动本身，而是资本流动的强度和规模。当资本流动的规模过大、强度过高的时候，就会导致国内过量的信贷扩张，低质量的信贷产生，从而导致整个金融系统面临更高的汇率风险和资产价格扭曲（包括汇率的过度升值），甚至产生通胀压力（如果总需求量的激增所导致的通胀效果超过了汇率升值产生的通缩效果的话）。大量国际热钱的流入会导致国内总需求的增长超过任何政策层面的最优水平，经济体的扩张力度超过了合理的范围，因此可能有必要控制经济体的扩张速度，让这场狂欢冷静下来。而且，如果我们被经济繁荣的假象所蒙蔽，在制定国内政治经济政策时就会面临更多复杂的因素（即使在没有国际热钱流入时，这方面的复杂度就已经很高了）。由于经济政策工具的使用无法完全逃避政治因素的影响，这种政治上的头脑过热现象会削弱经济冷却政策的实施力度。这一点不仅对新兴市场经济体成立，对发达国家也同样成立。在这样的情况下，如果收紧国内货币政策，可能反而会进一步刺激短期资本流入，导致国内资产市场所面临的不稳定因素进一步增加。[注]这种现象会威胁国内的金融稳定，尤其是非常规货币政策的抵押效应在新兴市场经济体中表现为实际利率的上升，经常账户赤字的扩大，更迅速的信贷扩张和货币扩张，资产价格的压力，这些情况在巴西都实实在在地发生过。[注]

巴西在这方面的经验可以帮助我们理解新兴市场经济体国家如何通过以下手段来加强我们的实用性政策框架：（1）保持货币政策的独立性，并根据货币政策的规则来解决国内的通胀压力；（2）保证国内金融市场资本充足、流动性充足、配置合理，这样可以增强金融系统的弹性；（3）用宏观审慎监管政策工具避免国内信贷市场的过度增长；（4）通过外汇干预手段减少外汇市场的波动，并为国内企业提供外汇方面的风险对冲；（5）目前我们已进入非常规货币政策实施的最后阶

段（市场预期美国将在近期完成加息），因此我们应该强化我们的政策，度过危机的最后阶段。

2011—2012年，随着美联储资产购入计划的实施和量化宽松政策的推行[注]，大规模的资本流入巴西。在这样的情况下，我们使用货币政策和宏观审慎监管政策相结合的方法，收紧资本规则。此举的目标是调控消费者信贷的增速（比如提高对某些消费者贷款的资本金要求、降低贷款与价值比例，提高储备金要求等）。也就是说，我们是通过价格方面的激励机制来完成对大规模资本流入的管理，我们并没有采取典型的定量控制。但是，以下问题可能还需要进行更多的讨论：对于发达国家和新兴市场经济体来说，当面临大规模资本流入时，我们是否应该动用货币政策、财政政策以及资金流管理政策三管齐下来实施调控。正如上文所说的那样，如果在建立欧洲货币联盟时适当引入资金流管理工具和宏观审慎监管工具，那么在上次危机中，欧元区内部银行信贷大幅流入欧洲边缘国家的情况可能会有所缓解，因为在欧元区建立以后，成员国已经不能在国家层面上独立制定货币政策，而很多国家的财政政策本来就已经处在相当谨慎的水平。当然上述机制能否减少债务及完全避免此次危机的发生，目前尚不清楚。在巴西，我们同时还加强了对家庭负债情况的监管，并且通过提高储备金要求来减少银行外汇敞口过大的问题。当我们进入国际金融危机的下一个阶段的时候，这些规则最终被放松和解除了。

下一个阶段开始的标志是2013年5月美联储开始向公众发出信号，表示其资产回购项目的程度将有所减弱。随着这一消息的发出，国际金融市场波动率增大，风险被重新定价，有些时候导致对新兴市场经济体资产的抛售。与以前的经验一致，市场对新兴市场经济体的风险评估变化似乎总是比基本面信息提示的程度更大：认为危机结束后经济体将立刻进入复苏阶段的乐观态度很快被悲观态度所取代。然而，在2013年年末及之后的时期，美联储的缩减措施确实发生后，市场的信心反而有所提升，美联储的后续交流信号也变得更为细致和谨慎。这方面的交流包

括美联储的下一步行动，即加息时间点问题。市场普遍认为，加息意味着美联储将全面退出非常规货币政策，只要加息的时间点合理，这是一个国际货币政策向正常化方向转化的过程，市场对这一转化持欢迎态度。因为货币政策的正常化是世界最大的经济体经济复苏的结果，对于新兴市场经济体而言，这应该是一个利好消息，新兴市场经济体应该能够通过国际贸易等渠道获益。

在巴西，我们除了成功应对资本的突然中断和突然涌入以外，也提高了我国的基本面指标，我们相信我们已经对上述转化做好了充分的准备。尤其是，我们已经设计并实施了一套外汇干预程序，面对美国货币政策正常化可能导致的金融风险，我们能够通过这套系统进行快速和高效的对冲。这套外汇干预系统成立于2013年8月，通过出售货币衍生工具掉期（以本国货币结算）来达到干预的目的。[注]我们在2014年12月对上述系统进行了更新，而在2015年3月31日以后停止了对上述系统的扩展。但是，所有到期日期在2015年5月1日之后的掉期产品都会被进行展期处理。这个系统能为私营公司提供外汇对冲服务，从而起到保持金融稳定的作用。约80%的掉期产品被分配给非金融企业。截至2015年4月，总供给量约合1 140亿美元，相当于巴西外汇储备的30%。

最后，我们目前正处于金融危机的尾声阶段（希望这是本次危机的最后时段），随着主要经济体（尤其是美国）货币政策的正常化，我们预期会看到一些波动率上升的时段。不管本次美联储的加息过程是像1994年那样混乱（这种混乱主要表现在短期利率升高向长期利率升高的转化过程中），还是像2004年那样更有秩序，也不管美国联邦公开市场委员会在政策交流上能够做出多大的努力让市场对政策的变化尽量做好准备，对巴西来说，我们都会以不变应万变，尊崇教科书的指导，进一步加强我们的监管政策。我们相信，我们的政策框架确实已经得到了加强。虽然巴西似乎已经比较成功地应对了这次金融危机，但是由于我们在最近几年中长期使用了较高强度的财政和准财政反周期政策，目前我们面临着典型的双失衡现象（即经常账户赤字和财政赤字并存的现

象）。这种双失衡说明巴西国内对危机的吸收可能超过了必要的水平。如果对这样的失衡现象坐视不管，最终可能导致公共债务比率的恶化，触发评级机构的警觉，影响私营板块的信心。2015年年初，针对上述挑战，巴西做出了以下回应：（1）对相对价格水平进行了双重调整（管制价格和消费者价格指数的重新调整，以及通过汇率调整了外部价格和国内价格的关系）；（2）实施了一系列财政收紧措施，包括减少目前的财政和准财政支出，取消一些不必要的补贴，调整公共事业收费，以及一些正在实施中的结构性改变。这些措施的目标是保证公共债务在中期有所下降。此外，巴西央行已经采取了收紧货币政策的手段，以保证巴西的实际通胀率能在2016年年末之前趋向通胀目标。货币政策的目标是限制上述相对价格调整的二阶效应，减少这些调整行为对2015年经济的影响，并对中长期通胀预期进行锚定。

结论：在危机的这一阶段，实用主义的框架正在起作用

本次金融危机给我们的教训之一就是，不管是发达国家还是发展中国家，不管是发达经济体还是新兴市场经济体，虽然在制度成熟度等方面存在显著的不同，但促成危机的元素却是高度相似的：金融市场过热、债务水平过高、不一致的汇率机制、过度宽松的财政政策、过度宽松的货币政策、监管制度不够严格、政府领导不力、倾向于不可持续的扩张政策的政治经济因素等。

巴西和很多新兴市场经济体有着很多相似的地方，但我们在监管力度和审慎度方面具有一定的优势。巴西根据20世纪90年代金融危机的经验，建立了一套实用性的政策框架，在本次危机中，我们通过保证物价稳定的标准政策（以通胀为目标的货币政策系统），以及财政方面的法律法规（控制公共债务水平的法律），进一步加强了这一框架。此外，我们还以浮动汇率制作为第一道防线来抗击外界的冲击。

在本次金融危机的各个阶段，我们的政策系统都对危机进行了合理的反应，充分证明了这一系统的弹性。接下来，随着美国货币政策的正常化，我们会面临危机的一个新阶段，我们会在这个新的阶段继续测试和提高我们的政策框架。那么，在这次危机中我们学到了哪些一般的经验呢？

第一，我们应该尽量保持旧的实用性框架的强度（例如浮动货币体系，能保证低负债水平的合理财政政策，以通胀为目标的强有力的框架）。我们应该尽可能地与主张提高政府债务水平的政治压力做斗争。如果没有对长期财政稳定的信心，保持金融稳定将会变得尤为困难。国内的各种政治经济因素都可能导致或加剧市场波动，最终威胁宏观经济的整体稳定。

第二，我们需要一个扎实的金融系统，而监管机构必须快速有效地掌握相关的信息（市场基础设施），了解金融系统的弱点，并对可能产生的风险进行预防性调控。事实上，金融系统的弹性是经济发展的基石。巴西的金融系统资本充足，流动性充分，配置合理。从历史上来看，巴西的金融系统违约率低，对各种各样的汇率风险都有较好的弹性。对于跨国融资，我们的依赖程度不高。巴西的外汇债务水平也相对较低，并且大部分外汇债务已经通过出口商、境外资产或者金融对冲等渠道进行了合理的对冲。我们已经建立了一系列严格的微观审慎监管机制和干预性措施，保证我们金融系统的健康和弹性（比如，超过巴塞尔最低标准的资本金要求，高度的流动性保障，非常具体的市场基础设施，对金融交易和通过中央对手方进行的交易实行强制汇报措施）。

第三，应该加强对分离原则的交流。分离原则保证了各种政策工具可以达成相应的政策目标，虽然在事后这些工具之间可能（通常也确实）存在一定的协同效应。宏观审慎监管工具的目标是保持金融稳定，货币政策的目标是保持价格稳定，但是宏观审慎监管工具也可能会影响货币政策的传播。理解这种协同和分离并存的关系，能够帮助我们提高

整体政策框架的理性程度和公信力。

不管是新兴市场经济体的实际经验（比如巴西的经验），还是测试应对外部冲击政策的理论分析（通过对动态随机一般均衡的模拟，来研究货币政策和宏观审慎监管工具对金融板块的影响）都显示，我们有可能设计出一套系统性的方法，同时保证宏观经济和金融市场的稳定。(注)

我在表22–1中对上述系统的特点进行了总结。

第四，虽然我们仍采用浮动汇率制作为第一道防线，但是面对极端性的大幅汇率波动有必要采取相应的干预措施，因为这种大的波动会影响整个金融系统的稳定。要干预汇率的波动有很多的渠道，具体采用什么样的手段要考虑各国外汇市场的不同特点，但是直接或间接地采用某种形式的自我保险措施（比如国际储备），并且使用多边保护措施目前看来都是比较有效的。

第五，保证宏观经济和金融的稳定是必需的，但是通过结构改革来促进本国的经济发展才是最重要的。经济的发展不仅能够提高政府的偿债能力比率和基本面指标，还能让政府有更大的空间来促进社会进步，而所有这些变化都能够反过来促进制度和社会福利的稳定。

表22–1 宏观经济的稳定性（经济活动或通胀和金融）

	宏观经济的稳定性（经济活动或通胀和金融）			
政策领域	物价稳定	债务稳定	金融稳定	
	货币政策	财政政策	宏观审慎	汇率
政策工具	通过对央行的利率政策进行明确的安排来进行经济活动或通胀的管理，并锚定通胀目标	确认可信的短期财政目标，以达到稳定（净／毛）公共债务占GDP比例的目的；中长期公共债务管理	减少过度反周期政策（比如稳定金融加速因子和信贷乘数）；减少价格和数量的过剩现象	用浮动汇率制度作为第一道防线；通过积累储蓄来达到自我保险的目的；用外汇干预手段来防止过度波动；用外汇对冲项目来增强金融稳定性等

1. . 2013年“反思宏观政策II”会议的这一部分重点讨论了以下问题：新兴市场国家选择合理的汇率制度的重要性，以及宏观审慎监管政策工具和资本管理在缓解全球流动性过剩问题上的作用。参见George Akerlof, Olivier Blanchard, David Romer, and Joseph E. Stiglitz, eds., W*hat Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis* (Cambridge, MA: MIT Press, 2014)。

2. . Alan S. Blinder,*After the Music Stopped* (New York: Penguin Press, 2013).

3. .参见Rudi Dornbusch and Sebastian Edwards, eds.,*The Macroeconomics of Populism in Latin America* (Chicago: University of Chicago Press, 1991)。

4. . Jeffrey Frankel, “Monetary Policy in Emerging Markets,” in*Handbook of Monetary Economics*, vol. 3B (Amsterdam: North-Holland, 2011), 1439–1520.

5. . Frederic Mishkin,*Monetary Policy Strategy* (Cambridge, MA: MIT Press, 2007), esp. chap. 17, “The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Mar- ket Countries,” 445–463.

6. . Guillermo A. Calvo, “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops,”*Journal of Applied Economics*, November 1998.

7. . Claudio Borio, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?,” BIS Working Paper 395, Bank for International Settlements, December 2012.

8. . Kenneth Rogoff and Carmen M. Reinhart,*This Time Is Different: Eight Centuries of*

Financial Folly (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

9. .参见IMF, “Key Aspects of Macroprudential Policy,” June 10, 2013, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf,以及IMF, “The Interaction between Monetary and Macroprudential Policies,” January 29, 2013, http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf; Olivier Blanchard, David Romer, M. Spence, and Joseph E. Stiglitz, eds.,*In the Wake of the Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy* (Washington, DC: IMF; Cambridge, MA: MIT Press, 2012)。

10. .关于CCB方面的文献，例如可参见Mathias Drehmann, Claudio Borio, Leonardo Gambacorta, and Gabriel Jiménez, “Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options,”BIS Working Paper 317, Bank for International Settlements, July 2010;以及Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Docu- ment: “Countercyclical Capital Buffer Proposal,”issued for comment by Septem- ber 10, 2010, Bank for International Settlements, July 2010。

11. .参见Rhaguran Rajan, “Competitive Monetary Easing—Is It Yesterday?,”speech at the Brookings Institution, Washington, DC, April 10, 2014; Hélène Rey, “The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,”paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City 2013 Economic Policy Symposium, “Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy,”Jackson Hole, WY, August 24, 2013; and Pierre-Richard Agénor, Koray Alper, and Luiz A. Pereira da Silva, “Sudden Floods, Macroprudential Regulation and Financial Stability in an Open Economy,”*Journal of International Money and Finance* 48 (2014): 68–100。

12. .仅2010年一年，新兴市场经济体和发展中经济体就通过净投资组合流动的形式接收了2 250亿美元的资本流入。2007年，在危机发生前夕，资本流入情况已经十分严重，而2010年的规模比2007年的规模又上升了一倍以上。而在21世纪的最初几年中，平均每年的净投资组合流动规模不足200亿美元。

13. .参见M. S. Mohanty, “Overview,”in “The Transmission of Unconven- tional Monetary Policy to the Emerging Markets,”BIS Paper 78, Bank for International Settlements, September 2014;以及João Barata, Luiz Awazu Pereira da Silva, and Adriana Soares, “Quantitative Easing and Related Capital Flows into Brazil: Measuring Its Effects and Transmission Channels through a Rigorous Counterfactual Evaluation,”*Journal of International Money and Finance* 48 (2014): 68–100。

14. .参见Luiz Awazu Pereira da Silva and Ricardo Eyer Harris, “Sailing through the Global Financial Storm: Brazil’s Recent Experience with Monetary and Macroprudential Policies to Lean against the Financial Cycle and Deal with Systemic Risks,”in*Managing Capital Flows: Issues in Selected Emerging Market Economies*, ed. Bruno Carrasco, Subir Gokarn, and Hiranya Mukhopadhyay (Mandaluyong City, Philippines: Asian Development Bank; Oxford: Oxford University Press, 2014), chap. 7。

15. .我们没有采取传统的冲销干预政策，而是建立了所有新兴市场经济中最大的外汇干预项目。这个项目不是直接卖出美元买入国内货币（巴西雷亚尔），而是出售货币衍生工具掉期。这种货币衍生工具掉期不是以美元结算，而是以巴西雷亚尔结算。这种掉期事实上是央行和经销商之间的一种协议，掉期的收益取决于在协议生效时巴西雷亚尔对美元的汇率以及合同到期时实际汇率之间的差值，加上与美元挂钩的在岸利率。而作为回报，央行会收到整个合同成立期间积累的银行间过夜利率，这笔钱也是以巴西雷亚尔结算的。通过这样的方法，央行在不直接使用美元储备的情况下，向合同的购买方提供了对巴西雷亚尔贬值的保险。在这里，“经销商”既可以指把上述合同转售给终端用户的中间商，也可以指金融机构本身。

16. .如欲了解新兴市场经济体在这方面采取的措施，可以参见PierreRichardAgénorand Luiz A. Pereira da Silva, “Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World,”CEMLA and IDB, 2013. http://idbdocs.iadb.org/ wsdocs/getdocument.aspx?docnum=38367231。

17. 三难选择问题是指在宏观经济学中一个国家不可能同时做到以下三点：固定汇率制，独立的货币政策，资本的完全自由流动。——译者注

23
资本流入、汇率管理和资本管制

奥古斯丁·卡斯腾斯 墨西哥央行行长

目前，关于资本流入、汇率管理和资本管制的相互作用的讨论正是经济学界的热点。但是这种讨论并不是最近才出现的，这三个因素两两之间，以及三个因素之间的关系早已被学界详细分析和讨论过，尤其是IMF在这方面进行了大量的研究。这方面的话题之所以一再重新进入我们的视野，是因为不同时期的世界经济和金融市场会表现出不同的特点，而这些变化会导致某些国家需要调整它们的汇率管理措施，改变它们的资本管制手段，以解决它们可能面临的资本流入和流出的问题。

这个话题之所以现在又变得重要和有趣了，是因为我们现在正面临着“不正常”的全球经济状况。我来解释一下。在正常的经济状况下，大多数发达经济体有能力同时实现经济增长和金融稳定，而不需要使用非传统的财政政策或货币政策。所谓非传统的政策，就是传统上不会使用，只有解决特殊问题时才被拿出来使用的政策工具。而之所以要动用这些政策工具，就是因为当时的环境和时间限制导致传统的政策工具已经没有用武之地。因此，在正常情况下，对于小型开放经济体而言，不管是新兴市场经济体还是发达经济体，都可以在浮动汇率和无资本管制的情况下保持政策的独立性，这在传统上有助于这些国家同时实现经济增长和金融稳定。

但是，目前主要发达经济体（即储备货币的发行国家）正处于采用非常规货币政策的时段。这些非常规的货币政策导致了严重的外部效应，这种负面的外部效应可能导致新兴市场经济体无法同时保持浮动汇

率制和自由资本流动。非常规货币政策产生了一个额外的意想不到的后果，那就是现在新兴市场经济体的合理货币政策受到发达经济体货币政策（非常规货币政策）的严重影响。关于这一点我将在下文中做进一步的解释。

本文的起点是2008年，金融危机首先在美国爆发，然后迅速蔓延到世界其他发达经济体，最终影响了整个世界。

虽然我们已经度过了本次金融危机最难熬的时段（尤其是极端尾部风险可能爆发并导致灾难性后果的时段），但目前世界经济恢复的速度仍然极为缓慢，并且随时面临再次衰退的风险。我们仍然面临经济增长疲软、就业机会不足的长期挑战。

目前世界经济恢复最令人担忧的问题是，经济的复苏仍然严重依靠主要发达经济体的货币政策，并且从中长期的角度来看，经济复苏的可持续性不足。让我来具体解释一下这个问题。

在本次经济危机爆发后不久，我们就清楚地认识到，在大部分发达经济体中，依靠财政政策来刺激经济增长的方法已经走到了尽头，因为债务与GDP的比例增长得非常迅速。因此，能起到稳定作用的政策工具就只剩货币政策了。基于这样的情况，主要发达经济体的央行纷纷采取了前所未见的扩张性货币政策，虽然采取这种政策的时间点、速度以及方式存在不同。首先行动的是美联储，然后是英国央行，日本央行，欧洲央行，促使后两者行动的动机还包括控制不断增长的通缩风险。这些扩张性货币政策的实施导致了整条收益率曲线上的利率全面大幅下跌。在所有上述国家中，零利率下限都已经产生了实际限制作用。此外，有些国家还采取了对政策利率的前瞻性指引和量化宽松措施。因为这些政策的实施，发达经济体央行的资产负债表规模也大幅上升。

这些发达经济体采取上述非常规货币政策的主要目的是刺激经济增长和就业率的提高，同时保证实际通胀率向各自的通胀目标靠拢。然

而，大部分发达经济体的实际通胀率都低于通胀目标，这主要是因为这些国家面临着大规模的失业现象、产出缺口以及大宗商品价格（特别是原油价格）的下跌。此外，最近美国还面临一个额外的问题，那就是美元的大幅升值进一步加重了低通胀现象。

我个人认为，鉴于本次国际金融危机的强度，以及发达经济体手头可用政策选择的有限性，这些非常规货币政策的实施是很有必要的，到目前为止这些政策的效果也比较令人满意。目前，美国和英国已经进入了经济复苏的时段，日本复苏的势头虽然比不上英美，但也出现了经济复苏的迹象，最近从欧元区传出的消息也同样让人看到了经济复苏的希望。此外，通胀预期和核心通胀率也开始朝着各国央行的预期目标移动。

尽管如此，我仍然觉得现在宣布本次抗击金融危机战争的胜利为时过早。首先，虽然这些政策已经达到了它们的即时目标，但我们还不确定削弱这些政策的过程是否顺利。一旦到了那一步，我们就必须废止这些非常规货币政策，否则这些政策可能会导致通胀的上升以及过高的利率，从而威胁金融的稳定。正因如此，我认为非常规货币政策从中长期角度来看是不可持续的。要想了解废止这些政策的过程中可能产生的风险，我们必须理解这个过程中有可能发生哪些意想不到的情况。

宽松的货币政策刺激经济增长的主要机制是鼓励经济活动的参与者更多地承担风险。对消费者而言，尤其是在美联储的量化宽松政策（央行资产购入计划）的环境中，低利率以及随之产生的财富效应可以刺激消费者支出。刺激经济增长的另一个渠道是量化宽松政策产生的低利率、期限利差、信用利差都可以刺激企业承担更多的实际风险，因此量化宽松政策可以刺激企业进行更多投资。然而，到目前为止，投资水平尚未恢复到2009年的水平。在2009年危机期间，各国的投资都出现了急剧的下跌，发达国家和新兴市场经济体投资的中位数下跌幅度约占GDP的2.5%。然而，与此同时，各种各样的金融机构又在国内和国外市场上

进行了大规模的以追求高收益率为目标的投资，金融机构的这种行为使非常规货币政策产生了较大规模的外溢效应。问题的关键是，非常规货币政策似乎极大地刺激了投资者对金融风险的承担意愿，却并未鼓励他们承担足够多的实际风险。

上述趋势产生了若干后果，或者叫作外部效应。首先，资源流向发达经济体的股票和债券市场，但是随着投资者追求高收益率的现象愈演愈烈，资产的价格受到了这一偏好的影响，对高收益率企业债券和新兴市场经济体国债及企业债务的投资发生了爆炸性的增长。这些行为进一步导致了信用利差的扩张和期限利差的收窄，高收益债务的发行量达到了历史最高水平，而债券发行的标准却随之恶化。这些投资的很大一部分是由非银行金融机构作为中介的，这些非银行金融机构包括资产管理公司、对冲基金、养老金和保险公司。

本次资本大幅流入新兴市场经济体的过程呈现一个新的特点，那就是很大一部分资本被境外投资者用于购买以国内货币计价的政府债券。这个特点非常重要，因为它消除了困扰新兴市场经济体几十年的“原罪综合征”问题。[注]

资本大规模流入新兴市场经济体的现象持续了很长时间，事后我们发现这主要是因为当时存在利率套利交易的机会，而这种套利交易是当时资本流动的主要原因之一。全球市场的流动性过剩导致了资本的流动，也产生了经济繁荣的假象，这种假象使得新兴市场经济体中某些资产的定价出现严重偏差，实际汇率上升，从而为未来资本流动方向突然逆转埋下了祸根。这些因素在很多国家都导致了严重的担忧，因为人们担心资本流动会导致以下一些问题：（1）出口的大幅下降，从而导致实际汇率的升值；（2）高速的信贷扩张，从而导致资产价格泡沫，而资产价格泡沫会影响金融系统的稳定；（3）资本会最终转向，大幅流出新兴市场经济体，再次成为金融不稳定的根源。因为上述这些担忧，新兴市场经济体采取了以下一种或两种防御性政策措施：（1）积累国

际储备货币，背离浮动汇率制；（2）采用宏观审慎监管政策。

新兴市场经济体积累国际储备货币是一个非常值得详细研究的有趣现象。考虑到美国量化宽松政策的规模，以及到目前为止日本实施的量化宽松政策，新兴市场经济体的国内货币经历极速升值的情况并不奇怪。正因如此，有些分析师和决策者将量化宽松政策称作“竞争性宽松政策”。从某些角度来看，新兴市场经济体一直持续到2013年年底的积累国际储备货币的行为在某种程度上是“竞争性宽松政策”的另一面。事实上，我们也可以将这种行为称之为“竞争性储备货币积累”。由于发达经济体的量化宽松政策确实对新兴市场经济体造成了相当严重的扭曲作用，我认为新兴市场经济体的这种防御性措施是无可厚非的。这些新兴市场经济体在单位时间内接收到的资本规模已经远远超过了这些国家对资本的吸收能力，也就是说这些国家根本没有能力在不造成严重扭曲的前提下成功吸收这些资本。

因此，对大部分新兴市场经济体而言，通过积累国际储备货币的方法减轻发达国家带给它们的负面外部效应（表现为可能产生的实际汇率大幅上升）是一种合理的防御措施。即使是在采取了这种防御措施的情况下，这些国家的货币仍然出现了升值，并且产生了后续的实际效应，一开始是贸易状况的恶化，而后通过一系列的连锁效应导致某些国家的某些板块受到严重的伤害（比如巴西的制造业板块）。最近我们还看到了新兴市场经济体某些板块受上述外溢效应伤害的其他例子。

面对发达经济体的量化宽松措施，新兴市场经济体积累储备货币的另一个原因是防止未来可能出现的金融不稳定问题。因为量化宽松政策是暂时的，资本流动的方向最终必然会逆转，新兴市场经济体必须为此做好准备，而积累储备货币就是准备手段之一。此外，大规模资本的快速流入还可能导致资本流入国出现资产价格泡沫和估值过高的问题。尤其是当这些资本以资本流入国的银行系统作为中介流入时，更容易产生房地产市场的泡沫，而房地产市场的泡沫常常是大型危机的导火索。通

过积累储备货币的方法避免上述现象的发生是一种有效的审慎政策。

当然，在某些情况下，对银行系统实施的宏观审慎监管措施也可以起到同样的效果（比如贷款与价值比率和收入与债务比率的限制，或者提高储备金要求）。事实上，有一些新兴市场经济体就采取了这样的措施。然而，如果资本的流入不是以银行系统为渠道的，那么宏观审慎监管政策就很难起作用。最近我们就观察到，流向很多新兴市场经济体的跨境资本是通过以市场为基础的融资渠道进行的。我认为在资本管制方面也存在类似的问题，即如果资本不通过银行系统流入，那么政府的监控手段就难以发挥作用。

随着时间的流逝，有些新兴市场经济体的宏观基本面指标逐步恶化，与此同时，某些发达经济体又周期性地发生一些风险相关事件（比如希腊等欧元区边缘国家的国债危机，比如美国可能面临的财政悬崖，比如马里奥·德拉吉的“不惜一切代价”论）[注]，导致外部风险时高时低。这些现象使得流入新兴市场经济体的资本流动更不稳定。

2013年的4月和5月，新兴市场经济体面临第一次严峻的考验。当时，国际金融周期已经清晰地传递到了新兴市场经济体，事件的导火索是美联储关于开始货币正常化过程的讨论，即所谓的“缩减谈话”。与此同时，由于中国及主要发达经济体经济增速的下降，大宗商品价格出现了回调，这些因素共同导致了市场对新兴市场经济体前景的重新评估。

然而，在这次事件中各个新兴市场经济体金融市场的波动并不是同质的。基本面信息最薄弱的国家经历了最严重的波动，而这里的基本面信息主要是指国家经常账户的赤字情况和财政赤字情况。这些基本面信息较为薄弱的国家，本国货币出现了大幅贬值，利率出现扭曲性上升，股市暴跌。对此，这些国家的管理机构对外汇市场进行了干预，帮助投资者减少投资组合的有效期限，以及收紧财政和货币政策。同时，也有一些新兴市场经济体通过加强政策稳定性的方法成功度过了这次危机，

这些国家继续让汇率自由浮动，让利率自行进行适当调整，而没有采取市场干预行为。我认为，经过这一轮冲击的洗礼，很多新兴市场经济体国家的政策变得更加稳固有力了。

在2013年的下半年和2014年的上半年，金融市场异常平静。美联储对证券购买计划的缩减过程于2014年1月正式开始，并且进行得相当顺利，没有出现什么意料之外的副作用。与此同时，联邦公开市场委员会提高了前瞻性指引的透明度，向市场提供了2015年以前政策利率调整的预期。在欧元区，最主要的担忧是经济增长的明显疲软和大规模的失业现象，此外欧元区的通胀率也显著低于欧洲央行设定的目标。因此市场预期欧洲央行将进一步显著放松货币政策。在这样的情况下，投资者再次出现了追求高收益率的投资偏好，信用利差大幅压缩到了少见的低水平，所有资产类别的波动率都发生了下降，资本流动也出现了恢复的迹象。

然而，到了2014年下半年，市场又再次出现了恶化的迹象。这次事件的导火索依然是美国和欧元区的情况。随着美国量化宽松政策缩减的过程走向尾声，美国必然要从目前的零利率转向稍高的利率，市场对美联储加息的日期和程度进行了各种猜测，这成了金融市场不稳定的来源之一。与此同时，日本的央行和欧洲央行都采取了进一步措施，继续放松货币政策。欧洲央行还于2015年1月启动了全面的量化宽松政策。对美国货币政策正常化的预期，加上欧元区和日本进一步放宽货币政策的行为，导致欧元和日元出现了套息交易的机会。因为美国的收益率较高，并且美元出现升值趋势，而欧元和日元的低利率则使这两种货币成为富有吸引力的融资货币。这种套息交易促进了资本的流动，进一步加强了美元的升值趋势，因此这种现象自带正反馈机制。于是，从2014年7月到2015年4月，美元在9个月内经历了自1973年以来最大幅度的升值。

过去，当美国开始实施量化宽松政策时，跨境资本大幅流入许多新

兴市场经济体。但是，现在随着欧元区和日本实施量化宽松政策，以及对美国经济强势增长和美联储收紧政策的预期，美国甚至成为比很多新兴市场经济体更有吸引力的资本流入目的地。资本从这些新兴市场经济体流向美国，造成了对这些新兴市场经济体而言较为严峻的外部金融环境。

除此之外，自2014年中期以来，我们还看到大宗商品价格出现了急剧下跌，尤其是原油价格跌幅最为惊人。这种现象反映的是整个世界经济旷日持久的低增长，美元的升值，以及某些市场的特殊情况。于是，最近我们在很多新兴市场经济体看到的是资本的流出和本国货币的持续贬值，这些现象背后的成因主要是美元的升值和大宗商品价格的大幅下跌。

经过以上讨论，我们可以明确地说，美国逐步削弱和取消非常规货币政策的过程虽然不是目前金融市场动荡的唯一原因，却也对金融市场波动率的上升负有很大的责任。受影响尤其严重的是新兴市场经济体。从某种角度来说，这种现象的发生是出乎我们预料的，因为美联储之所以将货币政策完全正常化提上日程，正是因为美国经济出现了稳健复苏的迹象（在物价稳定方面）。这不仅对美国而言是利好消息，对新兴市场经济体甚至整个世界而言都应该是一个利好消息。但是，目前我担心的是，在这个过渡阶段，投资者可能过度追求高风险的投资机会而淹没了正常的市场反应。让我用一个简单的例子来解释这一点。在危机前的时段，当美国非农业就业数据良好时，新兴市场经济体的货币就会升值，因为美国经济的利好消息对于出口美国的国家而言也是一个利好消息。而在危机以后的时段中，尤其是最近一段时间，比预期更好的美国就业数据反而导致新兴市场经济体货币贬值，因为这个信号使市场参与者认为美国政策利率上调的时间点可能会提前。

展望未来，因为美国的货币政策正常化过程已经迫在眉睫，未来新兴市场经济体的央行将会随着美联储调高联邦基金利率而提高国内的政

策利率。即使这些国家的国内经济情况不允许加息，上述情况仍然会发生。虽然在这种基线情景下，美联储应该能够逐渐和有序地完成货币政策正常化的任务，但是我们不能忽略这期间出现金融不稳定现象的可能性。一旦真的出现金融不稳定情况，监管机构可能不仅需要提高政策利率，还需要对关键金融市场（外汇和货币市场）进行干预，充当救援性做市者的角色，帮助调节国内主权债券投资组合的有效期限。因为在金融动荡期间，市场很可能会出现流动性不足的情况，因此央行的上述非正统干预手段是很有必要的。正因如此，我认为新兴市场经济体需要建立额外的支持，比如IMF的灵活信贷额度。

目前，在新兴市场经济体决定是否调整货币政策利率的时候，对外部状况（比如美联储的政策调整）的考虑严重超过了对国内情况（比如通胀和增长差距）的考虑。这种现象很清楚地说明，这些新兴市场经济体不能在采用浮动汇率政策和允许资本自由流动的状况下仅仅依靠货币政策达成它们的政策目标（在保证金融稳定的前提下，达到快速、可持续的经济增长）。在这样的情况下，宏观结构性改革以及加强本国的基本面指标就成了一项非常重要的任务。墨西哥走的正是这样的道路。

在本文的结论部分，我想对国际货币体系做一点简短的评论。我认为，目前国际货币体系正处于过渡转型阶段，要让这一体系变得更加稳定，以及更好地适应21世纪提出的种种挑战，我们仍需要做出很多的努力。

随着大型新兴市场经济体的快速结构性增长，国际经济正日益展现出多元化和高度关联性的特点。一般来说，与发达经济体相比，新兴市场经济体存在金融发展程度低、国际化不足的现象，这也说明这些国家有很大的进步和追赶空间。目前的过渡转型阶段不仅向我们提出了挑战，也给我们提供了很多机会，这个转型阶段究竟会如何发展，对金融的稳定和增长都有着重要的影响，对国际货币体系的结构和有效性也同样非常重要。

虽然在国际金融危机期间，我们已经对国际货币体系进行了这样那样的改革，但目前这一体系的弹性仍然存在很多疑问。我们已经采取了进一步措施，来加强政策合作，监控和管理资本流动，并扩展金融安全网。然而，我们需要进行更多根本性的改革措施，来直接针对不稳定因素的来源。在这方面，本文讨论了一个重要的考虑因素，那就是发达经济体的货币政策会产生大规模的外溢效应，尤其是对新兴市场经济体产生巨大的影响，因此，我们急需建立这方面的合作机制。

目前，国际社会可以抓住这个良好的机会，让主要新兴市场经济体进一步融入世界经济的一体化环境中。在这个过程中，我们还可以解决一些国际货币体系长期以来存在的弱点。上述目标可以通过以下手段实现：

第一，应该鼓励和支持新兴市场经济体加入现存的管理结构。要做到这一点，就应该调整现有的结构来适应新兴市场经济体的需要，保证新兴市场经济体能够拥有公平的话语权和参与权。这些措施可以防止国家间的分裂和对立，促进更深层次的实质性的国际政策对话。

第二，我们应该促成主要新兴市场经济体金融市场的有序开放和深化。这不仅能够提高这些国家的福利水平，还能够产生正面的国际外溢效应，并提高国际货币体系的稳定性。随着国内金融市场的深化，新兴市场经济体可以提高国内需求，更大程度地依靠汇率完成外部调节，从而降低全球失衡的程度。此外，金融市场的深化还能使新兴市场经济体更好地应对资本流动的波动。不管是在国内还是在国际上，资产风险分散的机会将变得更多，导致福利水平的进一步上升。

第三，我们应该采取广泛的手段，加强国际金融安全网，修补这一网络的各种漏洞，从而消除新兴市场经济体积累储备货币的必要性（积累储备货币不仅成本高，而且会产生扭曲效应）。当然，这意味着必须全面执行2010年IMF的管理改革方案，上述改革方案的执行能够提高IMF的借款能力，提升新兴市场经济体的话语权和决策权。同时，这些

措施还能提高IMF的公信力、效率以及合法性，让IMF能够更好地发挥提高国际货币体系功能的作用。

参考文献

Draghi, Mario. 2012. “Remarks at the Global Investment Conference.”London. UK.

Eichengreen, Barry, and Ricardo Hausmann. 1999. “Exchange Rates and Financial Fragility.” In*Proceedings, 1999 Economic Policy Symposium: New Chal- lenges for Monetary Policy*. Jackson Hole, WY. Federal Reserve Bank of Kansas City.

---

1. . “原罪综合征”一词是由巴里·埃森格林和里卡多·奥斯曼在1999年的文章中创造的。原罪综合征是指，当国外利率低于本国利率的时候，拉丁美洲国家倾向于以外币借款。拉美政府的这种行为只考虑了当前的利率成本，却忽略了本国货币未来有可能贬值造成的额外成本。这种现象在20世纪80年代和90年代的拉美十分常见。
2. .参见Mario Draghi，“Remarks at the Global Investment Conference，”London，2012。

国际货币金融体系

24
国际货币金融体系：消除盲点

海梅·卡鲁阿纳 国际清算银行总裁

究竟怎样的国际框架最适合全球经济的发展，这在经济学中是一个由来已久的议题。随着国际金融危机的发生，这一议题再次回到了决策者的讨论日程上。

我认为，在我们目前的体系中存在一个重要的盲点，因此本文将集中讨论这个盲点。目前的国际货币金融体系主要包括各国独立制定的、以国内情况为重点的政策的集合，然而在跨国公司、外汇和资本流动普遍存在的今天，这些国内规则是否真的适合国际化的游戏呢？我个人认为，流动性经常发生跨国界的外溢效应，这种外溢效应可能放大国内的失衡现象，甚至导致金融不稳定情况的发生。换句话说，目前的国际货币金融体系不仅不能有效限制金融失衡因素的堆积，反而干扰了各国管理者的视线，使他们不能清楚地看到这些潜在的失衡现象的存在。

当然，针对国际货币金融体系的这一弱点，我们已经采取了一些措施：监管机构已经在提高金融体系的弹性方面取得了重大的进步。但是，我们知道风险和杠杆是可以发生移动和改变的，我们也同样知道仅仅有监管措施本身是远远不够的。其他政策也应该扮演好相应的重要角色。要解决盲点的问题，央行应该将国际外溢效应以及外溢效应的回馈反应（有些人称其为反向溢出效应）列入考虑。因此在制定政策的时候，不能仅仅考虑自身的利益。

国际游戏的本地规则

在讨论外溢效应的渠道之前，首先请允许我简要讨论一下目前国际货币金融体系的特点。和布雷顿森林体系及金本位制不同，目前的国际货币金融体系不再采用单一商品或货币作为“名义锚”。当然，我并不是呼吁回归之前的货币金融体系，相反，我认为在锚定国内政策时应该考虑到金融稳定的因素，应该考虑到政策体系之间的相互作用，并加强国际合作，只有这样我们才能确立更好的国际游戏规则。

那么，目前的国际游戏规则究竟是怎样的呢？如果存在任何规则的话，也主要是一些本地化规则。大部分央行以国内的通胀为目标，让本国货币自由浮动，或者在与国内政策目标一致的基础上，采用固定汇率制和管理性汇率制度。大部分央行对政策任务的解读主要局限在国内范围。此外，能够将金融稳定和货币政策联系起来的合理政策框架仍在进行中，离成功达到这个目的还有很远的距离。在未来几年，如何设计并采用这样一个体系是各国央行面临的最重要也是最困难的挑战之一。

在讨论国际政策时，目前的重点仍然放在限制收支不平衡的规模上（尤其是关注经常账户，即净流量的情况）。对总流量及存量（债务存量）的关注目前尚明显不足。

在这样的情况下，我们很难看清国际金融失衡因素的堆积情况，更不要说限制这种堆积的规模了。在我看来，这就是我们体系的最大盲点。国际金融是很重要的，就算目前各国奉行的大多是本地化的规则，但这场游戏无疑是全球性的。

国际外溢效应的渠道

各国的货币体系和金融状况在全球范围内是相互作用、相互强化

的。我们常常低估外溢效应及其回馈反应的强度和重要性。下面我简要讨论外溢效应的4个渠道。[注]

第一个渠道与货币政策的实施有关：主要发达经济体宽松的货币情况会通过其他国家的政策反应（比如为了抵制本国货币升值及保持本国竞争力而采取的宽松政策）传导到世界其他地方。这一点不仅适用于新兴市场经济体，对发达国家也同样成立：目前很多国家的央行都把政策利率保持在传统国内基准（比如泰勒规则）建议的水平以下。[注]

第二个渠道与货币的国际运用有关。最明显的是，美元和欧元的使用范围大大超过了本国货币政策的管辖范围，因此美国和欧元区的货币政策能够迅速影响世界其他地方的金融环境。美元和欧元在以下方面都扮演着过于重要的角色：贸易的计价，外汇的周转，官方储备货币，以及对债券和贷款的计价。在这方面，我可以提出一个关键性的数据，那就是对美国以外的非银行借款者提供的美元信贷额度高达9.6万亿美元，而随着美国货币政策的放宽，这一数字还在进一步扩大。[注]事实上，随着美联储采取宽松的货币政策，美元信贷在美国国境以外的扩张速度远远超过了在美国国内的扩张速度（参见图24–1上半部分）。

第三个渠道是，国际金融市场的一体化使国际性的共同因素可以影响债券和股票的价格。对于不确定性和风险的厌恶程度（反映在波动率指数等指标上）会影响世界各地的资产市场和信贷流动。[注]目前，全球流动性已经进入了新的时代，在这个新的时代，资本市场正变得越来越重要，而对收益率的追求变成了一个重要的驱动因素，债券市场的风险溢价和期限溢价在金融状况的跨市场传播中扮演着重要的角色。[注]随着各国央行纷纷采取大规模资产购入手段，债券市场的这一角色还在被不断强化。美联储的大规模资产购入计划不仅压缩了美国债券的期限溢价，也影响了很多其他国家债券市场的长期收益率。最近，欧盟也出台了新的债券购入计划，这不仅对欧洲债券收益率产生了下行压力，还显著影响了美国的债券收益率（即使市场预期美国货币政策将收紧，也未

能抵消这种影响）。

第四个渠道主要涉及外部融资的可能性（不管以何种货币融资）：资本的流动提供了一种融资的渠道，从而可以放大国内信贷的繁荣和萧条规模。跨国银行的杠杆和股本共同驱动了跨境借贷行为，国内货币的升值又能进一步加速资本的流动，因为国内货币升值导致国内企业的资产负债表加强，而这些企业所持有的国内货币资产可能是通过以美元计价的借款来融资的。比如，在国际金融危机升级的过程中，银行的跨境借贷行为导致很多经济体信贷占GDP的比例上升。

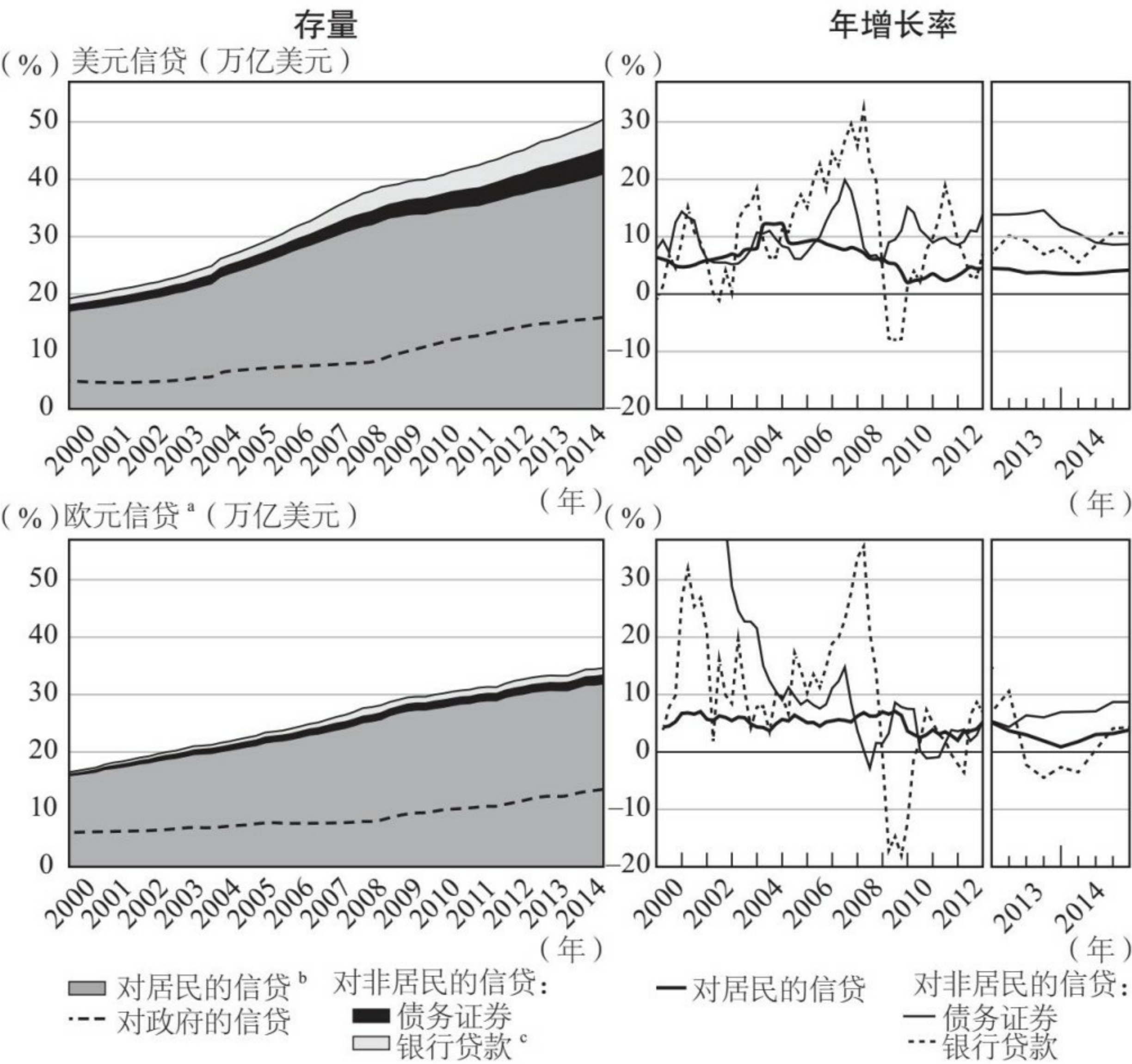


图24-1 非金融板块中美元和欧元国际信贷的情况

注：
a.以2014年第三季度末的汇率为固定汇率。
b.金融账户中对美国与欧元区非金融板块的信贷，剔除了以非本国货币发行的信贷（比如跨境信贷和地方信贷，以及以非本国货币计价的已发行国际债券）。
c.对美国与欧元区以外向非银行发行的跨境信贷和地方信贷。对于中国的地方信贷的数据来自以外汇计价的地方贷款总额（假设其中80%以美元计价）。对其他不向国际清算银行汇报数据的国家，本地向非银行发放的美元与欧元信贷用以下数据代替：所有向国际清算银行汇报的银行发放给该国银行的跨国境美元与欧元总贷款（我们假设这些资金之后再被发放给非银行机构）。
资料来源：IMF，International Financial Statistics； Datastream； BIS international debt statistics and locational banking statistics by residence。

通过上面的4个渠道，不同国家的货币和金融体系可以互相影响，互相强化。有时候这种联动作用会放大国内的失衡现象，甚至导致金融不稳定现象的出现，于是国际流动性暴增，最终崩溃。

因此，主要经济体的货币宽松政策可能导致全球性的宽松倾向，而这种倾向进而导致外溢效应，并触发外溢效应的反馈。但是，这些渠道也可以起到完全相反的作用，当主要经济体的政策利率开始上升，或者出现上升的趋势时（比如2013年的缩减危机），这些渠道也可以放大金融紧缩的政策。然而，国际货币金融体系在这方面的效应是否是对称的，这个问题的答案目前尚不清楚，也就是说我们不清楚紧缩倾向的规模与宽松倾向的规模是否一样。不管是在紧缩的情况下还是在宽松的情况下，消除体系的盲点，并随时监控全球流动性的动态变化都是一项重要的任务。

政策方面的影响：从国会到邻国

现在我们来讨论本文的第二个重点：央行在制定货币政策的时候应该考虑它们自身的行动引起的国际效应。也就是说，央行不仅要保持本国的秩序，还需要为维护邻国的秩序做贡献。

在这方面存在一个重要的前提条件，那就是我们必须继续将金融因素融入宏观经济的考虑。如果决策者能够更好地管理金融周期的幅度，那么这种行为本身就可以限制各种过剩现象的发生，并减少一个国家对另一个国家产生的外溢效应。

但是，决策者也应该更加重视国际交流与合作，包括对外溢效应、外溢效应的反馈效应、集体行动问题的管理，他们必须将邻国的秩序状况也列入政策考虑。如何才能把央行的视野从本国扩展到邻国呢？达成对问题根源的共识可能是一个非常有用的步骤，如果各国能够充分理解国际外溢效应及反向溢出效应的机制，并在这方面达成共识，就可以为紧密的合作打下基石。比如，目前很多人都认为国际货币金融体系的关注重点应该是大规模的经常账户失衡现象，但是这样的观点并没有完全涵盖外溢效应的渠道及其严重程度。(注)

对于国际政策合作的深度，目前存在各种各样的可能性。比如我们可以仅仅扩展地区规则的范围，也可以联合制定全新的全球游戏规则。

要扩大地区规则的范围，主要国家央行就应该将外溢效应作为决策机制的内在因素，这样做可以限制金融失衡因素堆积的风险，防止这些风险反过来伤害本国经济。在制定货币政策时充分考虑外溢效应，可以提高中期的经济表现。因此这种方法实际上与追求自我利益最大化的目标是完全一致的。决策者关注国际效应的必要性清楚地表现在主要的债券市场上。官方储备管理机构和主要国家的央行都持有大量的政府债务（参见图24–2）。如果投资者认为不同货币计价的债券之间可以互相替代，那么央行在一个债券市场上购入产品、压低收益率的时候，就会对其他市场的收益率也产生影响。很多年来，我们一直知道美国债券的收益率会影响境外其他市场的收益率。去年，很多人都认为国际债券收益率下降是因为欧洲央行考虑并实施大规模债券购入计划造成的。央行制定货币政策的时候，它们显然应该考虑到这些外溢效应。

然而，就算各国央行都能掌握最充分的信息，并且制定出最优化的国内政策，我们也不一定能达到全球的最优配置，因为在目前的全球流动性时代，各国间存在外部效应和策略互补性。这意味着我们需要更多的国际合作。我们也许需要采取一些暂时性的特别措施，甚至需要设计一套全新的全球游戏规则，来对各国的政策实施额外的规范。(注)鉴于关键国际货币的重要地位，主要经济体的央行担负着特殊的责任，它们制定的政策必须能够支持国际金融的稳定性，也就是必须将邻国的秩序也列入考虑。

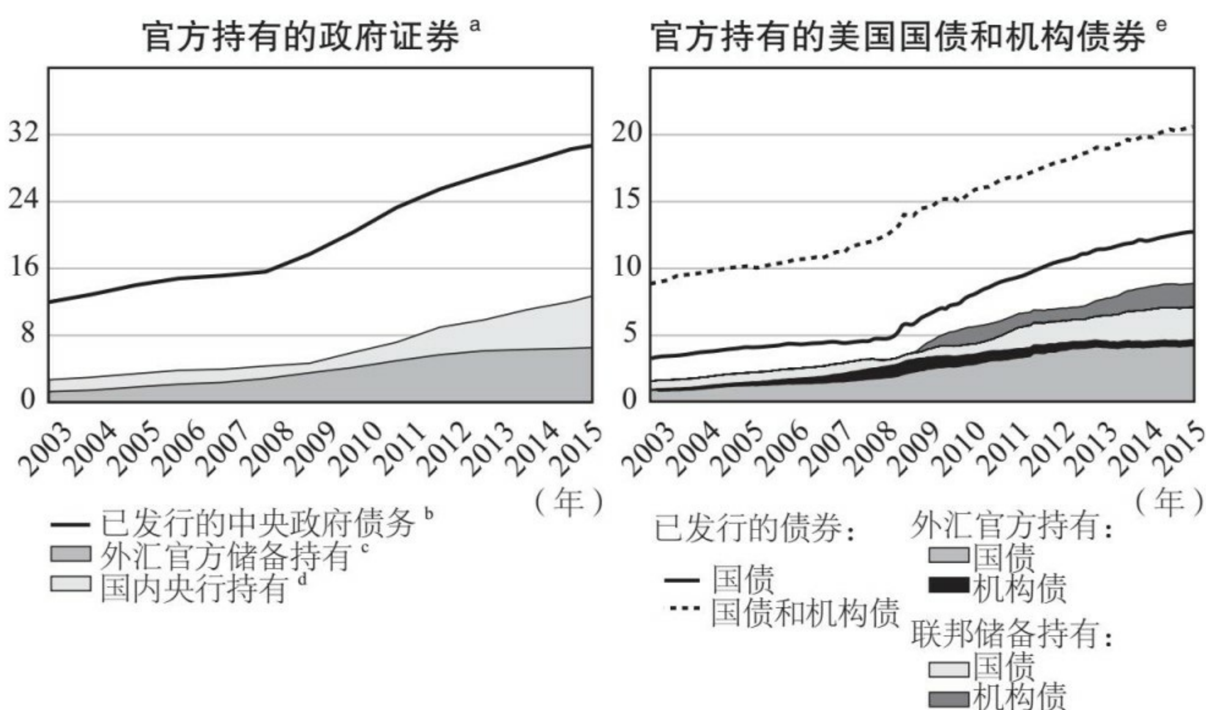


图24–2 美国国债的官方持有情况（百亿美元）*

注：
*根据数值的不同来源采取了不同的估值方法。
a. 包括欧元区、日本、英国以及美国。对于欧元区、日本以及英国的数据，用2015年第二季度的常数汇率转化为美元数值。
b. 美国的总体市场化国债证券，不包括机构债。
c. 对于以欧元和日元计价的储备，我们假设80%是政府债券。对以美元计价的储备，采用美国财政部国际资本系统的数据。对于以英镑计价的储备，采用外国央行的持有。
d. 对于欧元区，采用国家央行对于一般政府债务的持有，以及欧洲央行根据公共板块购买计划和证券市场计划进行的持有。
e. 机构债包括机构和政府支持的企业担保的抵押池，以及政府支持的企业发行的债务。国债证券发行总量是指市场化的国债证券总量。

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System； US Department of the Treasury； Datastream； BIS calculations。

央行任务的国内指向不应该阻碍这方面的进步。毕竟，在银行业监管方面，各国的国内规则也允许广泛的国际合作，并鼓励相关国际规则和标准的发展。

结论

目前的国际环境给我们提供了一个很好的机会，让我们能对国际货币金融体系进行重新审视。要想消除这个体系中的盲点，我们首先必须具有国际视野。在制定国内政策的时候，我们需要更多地考虑金融因素。我们需要更好地理解和内化国际外溢效应，以及各国政策之间的互动。这套全新的方法会给我们带来挑战。我目前尚未设计出一套完整的分析框架，以帮助我们合理地将金融因素（包括国际外溢效应）纳入货币政策的制定过程。此外，在提高国际合作方面也仍有很多工作要做。如果我们能够完成好上述任务，就可以设计出一套更好的全球游戏规则。

本次国际金融危机的经验告诉我们，国际合作可以起到很好的危机管理作用。比如，建立国际央行间的掉期额度就是一个开明自利的案例。当然，我们也必须认识到，虽然国际安全网可以继续延伸，降低未来的风险，但它在作用范围和起效速度方面都有其局限性。因此，危机的预防就显得更加重要。在这方面，每个国家都应该尽到自己的义务，为提高国际金融体系的弹性做出应有的贡献。此外，我认为加强IMF的能力也是这方面的一个重点。各国在制定货币政策的时候，应该充分考虑到国家间的外溢效应，以及货币政策对金融稳定的影响。

参考文献

Avdjiev, Stefan, Robert McCauley, and Patrick McGuire. 2012. "Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia." BIS Working Paper 377. Bank for International Settlements, April. www.bis.org/publ/work377.htm.

Bank for International Settlements. 2015.*85th Annual Report*. Bank for International Settlements, June, www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm?m= 5percent7C24.

Borio, Claudio. 2014. "The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do about It." BIS Working Paper 456. Bank for International Settlements, September. www.bis.org/publ/work456.htm.

Borio, Claudio, and Piti Disyatat. 2011. "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?" BIS Working Paper 346. Bank for International Settlements, May. www.bis.org/publ/work346.htm.

Borio, Claudio, Harold James, and Hyun Song Shin. 2014. "The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective." BIS Working Paper 457. Bank for International Settlements, September.www.bis.org/ publ/work457.htm.

Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2015. "Cross-Border Banking and Global Liquidity."*Review of Economic Studies* 82 (2): 535–564.

Caruana, Jaime. 2013. "Ebbing Global Liquidity and Monetary Policy Interactions." Speech at the Central Bank of Chile, Fifth Summit Meeting of Central Banks. Santiago, November. www.bis.org/speeches/sp131118a.htm.

Cohen, Benjamin, and Cathérine Koch. 2015. "Highlights of Global

Financing Flows.”*BIS Quarterly Review*, September, 17–34. Data available at www.bis.org/ statistics/gli.htm.

Hofmann, Boris, and Bilyana Bogdanova. 2012. “Taylor Rules and Monetary Policy: A Global ‘Great Deviation’?”*BIS Quarterly Review*, September, 37–49. www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1209f.htm.

Ho f man n, Bo ri s, an d E lő d Ta ká t s. 2015. “I n t er na tiona l Mone ta r y S pi l lov er s.”*BIS Quarterly Review* (September): 105–118.

International Monetary Fund. 2014. “IMF Multilateral Policy Issues Report: 2014 Spillover Report.” IMF Policy Paper, July 29. https://www.imf.org/external/ np/pp/eng/2014/062514.pdf.

Lane, Philip, and Peter McQuade. 2014. “Domestic Credit Growth and Inter- national Capital Flows.”*Scandinavian Journal of Economics* 116 (1): 218–252.

McCauley, Robert N., Patrick McGuire, and Vladyslav Sushko. 2015. “Global Dollar Credit: Links to US Monetary Policy and Leverage.”*Economic Policy* 30 (82): 187–229.

Rajan, Raghuram. 2014. “Concerns about Competitive Monetary Easing.”*Reserve Bank of India Monthly Bulletin* (June): 9–12.

Rey, Hélène. 2013. “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.” Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium. Jackson Hole, WY,, August.

Shin, Hyung Song. 2013. “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies.” In*Proceedings of the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference,* November.

---

1. .本文针对国际货币和金融外溢效应的讨论基于以下来源：chapter V of*BIS 85th Annual*

Report, Bank for International Settlements, June 2015,以及Jaime Caruana, “Ebbing Global Liquidity and Monetary Policy Interactions,” speech at the Central Bank of Chile, Fifth Summit Meeting of Central Banks, Santiago, November 2013。如欲了解关于外溢效应的更广泛的讨论，可以参见International Monetary Fund, “IMF Multilateral Policy Issues Report: 2014 Spillover Report,” IMF Policy Paper, July 29, 2014。

2. .参见Boris Hofmann and Bilyana Bogdanova, “Taylor Rules and Monetary Policy: A Global ‘Great Deviation’?,”*BIS Quarterly Review*, September 2012, 37–49;以及Boris Hofmann and Előd Takáts, “International Monetary Spillovers,”*BIS Quarterly Review* (September 2015):105–118。

3. .参见Robert N. McCauley, Patrick McGuire, and Vladyslav Sushko, “Global Dollar Credit: Links to US Monetary Policy and Leverage,”*Economic Policy* 30, no. 82 (2015): 187–229;以及Benjamin Cohen and Cathérine Koch, “Highlights of Global Financing Flows,”*BIS Quarterly Review* (September 2015): 17–34。

4. .参见Hélène Rey, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle以及：“Monetary Policy Independence,” in*Proceedings, 2013 Economic Policy Symposium: Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*. Jackson Hole, WY. Federal Reserve Bank of Kansas City, August 2013。

5. .参见Hyun Song Shin, “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies,”in*Proceedings of the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, November 2013, 215–224。

6. .参见Valentina Bruno and Hyun Song Shin, “Cross-Border Banking and Global Liquidity,”*Review of Economic Studies* 82, no. 2 (2015): 535–564。

7. .参见Stefan Avdjiev, Robert McCauley, and Patrick McGuire, “Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia,”BIS Working Paper 377, Bank for International Settlements, April 2012;以及Philip Lane and Peter Mc- Quade, “Domestic Credit Growth and International Capital Flows,”*Scandinavian Journal of Economics* 116, no. 1 (2014): 218–252。

8. .参见Claudio Borio, Harold James and Hyun Song Shin, “The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective,”BIS Working Paper 457, Bank for International Settlements, September 2014; and Claudio Borio, “The International Monetary and Financial System: Its Achilles Heel and What to Do about It,”BIS Working Paper 456, Bank for International Settlements, September 2014;以及Claudio Borio and Piti Disyatat, “Global Im- balances and the Financial Crisis: Link or No Link?,”BIS Working Paper 346, Bank for International Settlements, May 2011。

9. .对相关论点的进一步讨论可参见Raghuram Rajan, “Concerns about Competitive Monetary Easing,”*Reserve Bank of India Monthly Bulletin* (June 2014): 9–12。

25
金融和宏观经济政策协调的前景与挑战

泽蒂·阿赫塔尔·阿齐兹 马来西亚央行前行长

目前的国际货币金融体系面临着各式各样的挑战。我们的世界经常会出现经济失衡、金融失衡，甚至市场失灵的情况。在目前的国际环境中，各国之间的关联性和互相依存都高于以往的任何时刻，本文主要讨论金融和宏观经济政策协调方面的进步、挑战以及未来的前景，讨论的重点是新兴市场经济体的前景。

一系列的因素促使我们必须加强国际协调与合作：国际相关性的增加、显著的跨境政策外溢效应以及各国协同合作产生的巨大潜在利益。虽然国际合作可能产生很多好处，但这方面的进步却并不明显。

国际协同合作所面临的挑战主要在于各国的环境和政策目标各不相同，而且在政策制定时每个国家总是优先考虑本国国情。此外，我们对国际互联互通的了解还不够深刻。目前也没有明确的规则和公开的协定来支持国际合作，这些都是我们在这方面的障碍。

当今世界环境的差异很大，各国对如何同时达到稳定和可持续经济发展的双重目标存在不同的看法，因此要建立国际共识，必须有强有力的领导力量。此外，我们还应该明确国际合作的形式和想要达成的具体目标到底是什么。

国际金融体系改革

在国际合作方面进展最迅速的领域当数金融稳定领域。最近一次发达经济体面临的金融危机展现出很强的国际化特征，因此对危机的政策反应也应该是国际化的。本次金融危机促成了对国际金融体系的根本性改革，改革的措施包括：新的国际安排、对审慎标准的显著加强、监管范围的扩大（对之前不受监管的机构进行监管），以及对重要机构的监督。这些改革措施展现出了很强的跨国性质，一系列全球复苏和解决方案得到实施，并且进一步强调了宏观审慎评估的重要性，以此作为微观审慎监管机制的补充。

在国际标准制定机构中，我们也观察到了国际协调方面的显著进步，这表现在改革措施的总体制定过程中。尤其值得欣喜的是，金融稳定委员会、巴塞尔银行监管委员会以及国际证券交易组织做出的种种努力目前方向一致，并且起到了互相促进的作用。在涉及国际和国内系统重要银行框架及经济复苏和解决方案时，上述特点表现得尤为明显。

这些改革措施促使各国的监管机构加强了跨境监管的力度，尤其是新兴市场经济体在这方面取得了显著的进步。从新兴市场经济体的角度来看，监管机构和危机管理组织必须重视跨国金融机构的属地机制的合理性。不仅要考虑到银行机构对母国的影响，还应该考虑到这些机构可能会对业务所在国产生的影响。

有些国家的监管机构曾经采取过隔离本国金融系统的措施，以防止关联性日益提高的国际金融市场风险传递至本国国内。随着国际改革措施的实施，我们相信各国隔离国内金融市场的动机也会随之下降。然而，虽然本次改革的目标是一致性地推行国际化标准，但各国的监管机构仍然希望建立一些针对外来风险的防御机制。这些防御手段包括：补贴性政策，对国际融资和分享服务企业模型的限制，实施独立于国际协定的国内解决方案等。这些行为会导致全球化进程的倒退，并且会导致市场分割现象的加剧。

上述情况出现的原因可能有很多，比如各国认为国际标准不完备，

或者国际标准的实施问题没有被有效地解决，或者国际标准的成本和收益被认为是不平衡的，或者国际标准与国内的优先任务不匹配。随着全球解决方案的发展，这些方案应该有助于解决各国监管机构面临的以下矛盾：它们既需要对国内的金融稳定负责，又需要保持全球商业模式的效率。要想保证金融体系的全球化进程不发生倒退，各国监管机构合作的质量和信任度将是非常重要的因素。

金融稳定性框架在目前时段内正面临复杂度越来越高的问题，在数据、系统、资源等方面，金融机构和监管机构可能尚未完全准备好有效实施和支持上述框架。这样的情况导致了资源和管理注意力的分散，过多的资源和精力被投入到复杂的合规实施领域，而对金融体系本身及其中介功能的关注则相应下降了。

另一个问题是适度性的问题。制定监督管理政策时要充分考虑相应的风险，防止过度监管导致的不理想后果，比如过度严格地执行国际标准可能导致金融机构的非中介化倾向和金融排斥现象。有关部门应该清晰地定义和支持适度性原则，对国际标准的实施提供实用性的指导。这样的方法可以帮助我们取得一致的、可横向对比的监管效果，却不会过度牺牲风险敏感度。

最后，累计效果评估是一项比较困难的任务，尤其是度量现存标准和新标准之间的相互作用时。稳定性、增长和发展方面的各种因素是不断变化的，因此要评估它们的总体效应非常困难。

宏观经济政策合作与协调

当我们审视宏观经济政策前沿，展望国际合作与协调的前景时，摆在我们面前的问题是：决策者是否应该采取更国际化的视野，充分考虑国内政策可能产生的国际影响？在宏观经济政策方面是否确实需要更多

的全球集体行动？反对这方面国际合作的人认为，国内政策应该基于对国内因素的考虑。而目前的国际合作与协调在很多方面并没有实现真正的政策协调。国际合作的方向可以有很多种，其中一种是交换信息，并对风险和脆弱性进行评估。另一种合作的方法是采用一套大家同意的规则和标准框架。更高程度的合作意味着各国需要进行联合决策，目标是对全球的宏观经济稳定与增长产生积极的总体效果。

实际上我们看到，本次金融危机发生以来，各方面的国际合作呈现显著增强的趋势。面对20世纪90年代的金融危机，多边机构的应对主要直接针对受危机影响的经济体，并不强调跨国政策协调的作用。相反，2007—2009年的金融危机促成了很多方面的国际合作，比如协力降低利率，美联储向若干关键国家的央行提供美元流动性帮助，以及多国协同实施财政扩张政策等。虽然这些国际合作确实限制了危机的深度，但这些合作还不足以增强经济复苏的前景。目前经济复苏的前景尚不够光明，但这并不意味着国际合作的失败，更多的是因为各国的国内政策未能有效地解决危机遗留的一些问题。

目前已经有大量的经济学文献强调了这样一种担忧，即各国为了达到既定目标，存在过度依赖货币政策的倾向。在这样的情况下，让各国在非最优政策组合的基础上进行合作，不仅未必能够达到理想的效果，甚至可能产生一些意想不到的副作用。第二点担忧是，目前的国内和国际环境对货币政策非常不友好。在某些时段，货币政策不能很好地传递，比如高杠杆化的时段，比如资产负债表严重受损的时段，比如金融市场大幅波动的不稳定时段。此外，如果消费者对未来经济的前景没有信心，货币政策就不可能起到刺激消费和投资的作用。因此，宏观经济政策也许可以避免金融市场和经济的崩溃，但宏观经济政策本身却不能解决经济增长潜力不足的问题。

一项政策实施后，不仅会在国内产生效果，也会在世界其他地方产生各种各样的影响。在这方面受影响最大的是新兴市场经济体，欧美的

货币政策导致这些国家面临大规模波动的资本流入问题。针对这样的问题，发达经济体和新兴市场经济体在政策合作方面并未取得实质性进展。但新兴市场经济体之间在政策协调与合作方面付出了更大的努力。在亚洲，这些合作通过一系列的论坛形式进行，比如东亚及太平洋央行行长会议、东盟+3会议等。这些论坛的主要目标是信息共享与监管，建立区域一体化危机管理框架和金融安全网协定（比如清迈多边化协议，以及包括人民币的货币互换协议）。这样的政策合作不仅能解决地区内部的风险和脆弱性问题，还能为各国的共同增长注入新的活力。

26
全球安全资产短缺：央行的角色

里卡多·J.卡瓦列罗 MIT经济学教授

会议安排我主要讨论国际流动性提供以及央行政策关联性的问题。我知道针对这些话题我应该说些什么，也知道大部分参会者和本书的读者都知道我应该说些什么。因此，我决定不再重复这些众所周知的内容，而在本文中谈一些其他的问题。当然，你将会看到这些所谓“其他的问题”和大会安排给我的话题是有联系的，但这种联系你需要过一会儿才能看到。

本文的重点是全球金融市场上的失衡现象。这些失衡现象会对流动性提供政策及央行政策产生广泛的影响。

目前，我们面临的国际环境是，储蓄相对投资而言严重过剩，这种储蓄过剩的现象进一步导致了实际利率不断降低的状况。实际上，这样的现象在次贷危机爆发前就已经开始了。我经常提到，亚洲金融危机是一个重要的决定性时刻，而布拉德福德·德隆则认为问题产生的时间点更早，在20世纪80年代中期就已经开始了。不管怎样，本次金融危机只是暂时性地放大了这个现象，但这不能改变低利率是一个长期现象的事实。对此，劳伦斯·萨默斯进行了独特而富有洞见的发言，并针对这一现象提出了“长期停滞假说”。

然而，我认为导致长期低利率问题的关键因素不仅是储蓄和投资之间的失衡，还包括私有板块的实际投资产生的金融资产与一般储蓄者想要进行保值投资的金融资产之间的不匹配。

尤其突出的问题是安全资产的短缺。这里的“安全资产”指的是宏观经济及系统安全的资产。

安全资产的短缺导致了以下两方面的后果。

1.在宏观经济层面，安全资产的短缺对安全实际利率施加下行压力，最终可能导致一种非常顽固的流动性陷阱（或者可以称为安全陷阱）。注这种流动性陷阱的顽固性表现在前瞻性指引政策对其不起作用，金融泡沫也不起作用。处于安全陷阱中的经济活动参与者非常担心更严重的宏观经济负面冲击，这种担忧主导了他们对未来的判断。而前瞻性指引政策和泡沫都只能在未来宏观经济向好的情况下给投资者提供更多的财富，因此前瞻性指引政策和泡沫都不能解决投资者的关键问题。这种流动性陷阱只对“政策看跌期权”产生反应，因为政策看跌期权限制了未来经济可能出现的最差情况，直接关注经济主体，因此降低了投资者对安全资产的需求。

2.在微观经济层面，安全资产的短缺使得金融体系有很大的动力去创造这种安全资产。我们知道，在上次金融危机中，在次级抵押投资组合中极力制造安全资产的努力并不成功。私营板块本身（特别是金融板块）很难真正创造出大量系统安全的资产，因为金融本来就是杠杆化的。注

有了这些背景知识，现在我们就可以讨论安全资产短缺问题的解决方案了。因为这个问题的解决方案和国际流动性提供及政策外溢效应是密切相关的。

关于这个问题的解决方案，我想侧重讨论其中的一个方面：如果我们没有办法轻松提供这种安全资产，那我们至少不应该浪费这种资产。

一提到安全资产浪费问题，大家很自然地立刻想到央行：一是因为央行投资组合的规模很大，二是因为央行“购买和持有”的性质（因此，

一旦央行把某种安全资产从系统中移除，这种移除几乎是永久性的）。

这里我们可以举一个很具体的例子：美国国债的总额是18万亿美元，其中30%以上长期被央行持有而不能流动，其中2/3在外国央行手中，另外1/3在美联储自己手中。

央行囤积安全资产的主要原因是国际储备的积累和量化宽松政策的要求。国际储备积累主要是对外国安全资产的囤积，而量化宽松政策主要导致央行囤积本国安全资产，有时也囤积一些风险资产（在日本的例子中，上述两项政策时常被混合使用）。

央行进行国际储备积累的原因很多，其中一个重要原因是防止资本流动的突然停止，这一点对新兴市场经济体来说尤为重要。也就是说，央行对安全资产的需求是出于自我保险的目的。

几年前，时任美国经济学会主席的彼得·迪亚芒在国际金融机构年会上组织了一个讨论小组。当时会议主办方要求我谈论IMF的未来。我觉得这个议题过大，我无法全面地展开讨论，因为IMF的功能非常广泛。于是我决定将IMF三个字母解释为“international market facilitator”（国际市场促进者）的缩写。当时，我演讲的主要论点是，上文提到的自我保险是一种效率低下的保险形式，因此IMF应该在完善国家层面的系统保险市场方面扮演重要的角色。

当然，完善保险市场需要监管功能的跟进，因为市场环境越完善，流氓国家可能造成的伤害就越大，但是监管是IMF的老任务了，它们对这项功能已经十分熟悉。在那次演讲中我还讨论了私营板块的杠杆安排，在这种安排下，IMF不仅可以发挥监管作用，还可以对特殊目的载体所持有的被批准的新兴市场经济体债务起到冲销干预的效果。

当时，我主要是从为防止资本流动突然停止而寻求保险的国家角度来看待这一问题的。现在，我则是从全球经济面临安全资产短缺的角度

来看待这一问题。但两种角度得出的结论是一样的：我们应该在更大程度上集中全球宏观风险。风险的集中可以降低单一经济体所需支付的保险成本，从而降低对安全资产的需求，并减轻安全资产短缺的危害。

此外，由于在目前的环境中，发行安全债务能够获得很大的收益，于是上文所提到的特殊目的载体结构变得更具吸引力。如果不受管制，投行将非常乐于这样做，并且会大规模地实施上述行为。

在过去的几年中，IMF和主要国家的央行通过创造信贷额度和掉期业务，在这方面取得了显著的进步。但是，进一步提高的空间仍然很大。至少从均衡安全利率的情况（目前利率过于接近黏滞区域，呈现出比较危险的情况）来看是这样。我个人认为目前央行在它们的储备中持有过量的安全资产。

下面我们再来谈论量化宽松政策。量化宽松政策是一种和国际储备积累截然不同的政策。量化宽松政策不是一种保险政策，而是一种用来压缩风险利差的政策。用约翰·吉纳科普洛斯的话来说，量化宽松政策的目标是影响信贷表面。

如果我们同意量化宽松政策的目标是压缩风险利差，那么就无法理解为什么央行要购入安全资产。事实上，如果安全资产的短缺正是流动性陷阱背后的主要原因，而且需要安全资产的投资者受到很大的限制，无法轻易将手头的投资组合转向风险资产，那么央行降低安全资产的供给不仅会加大风险利差，而且会提高安全利率和风险利差的和，即风险项目和投资的资本成本。

美国的早期量化宽松政策很好地实现了对风险利差的调控。我认为目前欧洲的量化宽松政策在某些方面也具有上述优点，因为欧洲边缘国家的央行是以国债曲线的长期风险端作为调控目标的。

从安全资产短缺的角度，我非常不喜欢扭曲操作政策。通过扭曲操

作政策，央行实际上从系统中移除了私营板块最难生产的安全资产，即长期安全资产。出于同样的原因，我也不喜欢欧洲量化宽松政策中的德国国债购入计划。当然，出于制度上的限制，这样的政策可能具有一定的必要性，但我们应该认识到，有的时候制度的限制比其他时候成本更高。今天，这样的制度限制就产生了很高的成本，我们应该对其中的一些制度进行反思。

申铉松在他的发言中提到，德国国债负的实际期限溢价可能与高收益差价中风险溢价应该为正的规律相矛盾。我认为其中不一定存在矛盾。长期安全资产是一种非常稀有的资产，而且是一种贝塔值为负值的资产，因此当严重危机发生时，这种资产会变得更加稀有。因此，我认为负的期限溢价仅仅反映出投资者的恐惧和一些监管要求，而并不是经济向好的标志。因为不以风险利差为目标的量化宽松政策一定会将德国国债从市场上移除，因此在该资产被从市场上移除之前，私营板块争相购买该资产是一种非常自然的行为（虽然在欧洲采取量化宽松政策的早期，主要国家的央行还没有来得及把收益曲线的末端作为调控目标，市场一开始忽略了上述事实，这可能是最近欧洲危机的原因之一）。

当然，关于上述讨论，我们还必须注意到一个重要的事实：正是因为央行承诺对上述长期资产进行干预，这些长期安全资产才得以保持负的贝塔值。但是，事实上发达国家央行只需要对这种尾端政策做出承诺就可以了，而不需要囤积和持有这些安全资产。

不以风险利差为调控目标的量化宽松政策不仅会影响安全资产的供给，还会放大负面的外溢效应，这一点在本次会议的讨论中经常被提到。如果量化宽松政策不以特定的风险利差为目标，那么就必须加强政策力度，才能达到目的。过强的政策力度导致政策效应外泄至很多资产种类和很多其他国家。这种外泄会导致很多问题。

对于不以风险利差为调控目标的量化宽松政策的起效机制，我们目前不能完全理解。但是这种量化宽松政策似乎是通过波动率市场起作用

的。这种量化宽松政策通过锚定影响资产定价的重要曲线，压低市场的隐含波动率和实际波动率。一旦主要经济体中的掉期曲线全面下移，大部分资产风险都会降低，从而为套息交易提供机会。这会导致很多不良后果，尤其对想要稳定资本账户的新兴市场经济体而言是非常不利的。

我们应该注意的是，上述渠道与传统的“非抛补利率平价”类型的降息效应不同，因为它并不是沿着原有“非抛补利率平价”曲线移动，而是将新兴市场货币和其他风险资产的有效“非抛补利率平价”曲线整体下移。

然而，如果量化宽松政策的主要目的不是风险压缩而是汇率贬值，那么对安全资产的干预可能是最有效的机制，因为这种干预是在规模更小、弹性更小的基础上进行的。对安全资产的干预政策实质上对这些市场进行了最大程度的挤压，使得只有无法逃离的投资者才被迫留在这些市场中。这时候非抛补利率平价不再是一个限制条件，因为安全资产的市场出现了分割，并且整体收益率（包括预期折旧）可能降至国际利率水平以下。

但是，正如奥古斯丁·卡斯腾斯所言，这种行为通常会导致“竞争性储备积累”，也就是说安全资产的净供给遭受了双重打击。第一重打击是由实施量化宽松政策的国家造成的，而第二重打击是由新兴市场经济体的政策反应造成的。在目前安全资产严重短缺的环境中，这样的双重打击显然非常不利。总体来说，不以风险利差为调控目标的量化宽松政策效率非常低，不论从我们面临的主要安全资产严重短缺的角度来看，还是从这些政策造成的全球外溢效应的角度来看都是这样。

总之，我的主要观点是：很多为应对新兴市场危机而设计的政策工具和政策项目（比如掉期额度，以及IMF的流动性项目）现在获得了更多的理论支持。过去实施这些政策时，主要是从单个国家的角度考虑，而现在我们有更多全球化、系统化的原因来支持这些政策的合理性：目前面临着安全资产的严重短缺，安全资产的短缺会使我们陷入长期停滞

的状态，因此我们必须想办法解决这种短缺问题。解决短缺问题的途径之一，就是让各国央行想办法减少它们对这些安全资产的持有，央行应该试图用其他工具来达成它们的政策目标。

要做到这一点，我们必须加强国际合作，因为上述渠道要求我们加强国际宏观风险的集中，并且要求主要经济体在选择不同类型的量化宽松政策时充分考虑政策的外溢效应。世界经济的主要发达市场也许应该共同致力于制度改革，这样它们才能更直接地集中采取以风险利差为调控目标的量化宽松政策，而不是采取大量购买安全资产的量化宽松政策。换句话说，在目前的环境中（当然，我们知道环境随时可能会发生变化），发达国家的央行没有必要继续囤积安全资产，常规货币政策要求央行持有的安全资产数量已经足够了。

---

1. .参见Ricardo J. Caballero and Emmanuel Farhi, “The Safety Trap,”faculty paper, Department of Economics, MIT; Department of Economics, Harvard University; and NBER, April 6, 2015, http://economics.mit.edu/files/9543。

2. .参见Ricardo J. Caballero and Arvind Krishnamurthy, “Global Imbalances and Financial Fragility,”*American Economic Review* 99, no. 2 (May 2009): 584588。

27
为增长而破产

拉古拉迈·拉詹 印度央行前行长

在最近的几个季度中，IMF一再下调对世界经济增长的预期，世界上呈强劲增长的区域非常稀少。在目前的阶段，低经济增长是一个非常危险的现象，因为工业化国家和新兴市场经济体都需要高速的经济增长来缓解国内的政治压力。在这样的状况下，我们更倾向于出台以增长以外的因素为重点的政策，而创造新的经济增长点的政策反而面临很多的压力和困难。就算我们已经创造出可持续增长的环境，我们也需要制定新的游戏规则，并依靠多边国际组织公平地执行这些规则，从而确保各国承担它们的国际责任。

传统的诊断和治疗方案

为什么恢复全球经济衰退之前的经济增速是如此困难？显而易见的答案是：全球经济衰退之前的金融过热周期导致工业国家普遍面临债务过度的问题，而不管是政府债务、家庭债务，还是银行债务，都会阻碍经济增长。[注]也许解决这个问题的方法是减记债务，但是我们还面临另一个有争议的问题：靠新的债务支持的需求是否是可持续的。不论哪个国家，要进行大规模的债务减记都会面临很多政治上的困难，即使这种行为在经济上是最优的，我们也很难真的这样做。

如果我们无法进行债务减记，那么应该如何解决居民需求和政府需

求不足的问题呢？在理想的状况下，我们应该通过低利率和减税来刺激投资、创造新的就业机会。但是，如果消费者需求因为债务过度问题在很长一段时间内保持非常低迷的水平，新投资项目的实际回报率就有可能暴跌。维克塞尔中性实际利率（不严格地说，就是能在稳定通胀的情况下使经济体达到充分就业水平的利率）可能是非常大的负值。[注]正是因为这样的原因，通常在需求严重不足时政府会采取激进的货币政策。因为无法将政策利率调整为很大的负数（虽然一些欧洲国家正在测试零利率下限），均衡状况下的长期利率可能会保持在不足以刺激投资的较高水平上。因此，央行往往会采用非常规的货币政策，通过这些政策来直接压低长期利率。

如果政府还有能力继续增加债务的话，刺激需求的另一个方法就是靠继续借贷来增加政府支出。由于这会继续提高政府的债务水平，支持这种政策的人通常建议政府投资公共基础设施建设，因为在目前的环境中，建设成本和利率都很低，公共基础设施的投资可以产生较高的回报率。但是，在发达国家中，高回报的公共基础建设投资项目很难找到，也不容易真正实行，因为那些显而易见的投资机会早就已经被建设起来了。此外，虽然每个人都知道现存的基础设施建设需要维修和翻新，然而真正进行这样的维修和翻新会产生很多非中央性的支出，从中央政府的角度来说，启动和融资这些项目可能更加困难。

也就是说，虽然投资高回报的公共基础设施建设项目是一个很好的想法，但是对于大部分发达经济体而言，很难大规模地全面推行这样的政策。因为以债务融资的政府开支可以创造一种自我实现的信心与经济活动的循环，这种政策可以促成可持续性的经济增长。但是，这种政策同时也会导致资本流向效率不高的领域，这会加剧大众对未来的忧虑，减少企业投资，并且增加家庭储蓄。

所有上面的这些讨论都使我们产生了另一种担忧：即使刺激性政策可以暂时提高经济增长率（从上面的讨论中我们可以看出，要做到这点

很不容易），但这种暂时性的经济增长必须能够转化成可持续的总需求。如果这种转化没有办法成功完成，我们应该怎么办呢？

生产效率之谜、长期停滞以及其他问题

上述所有讨论都是假设经济体仅仅存在债务过度问题，而没有其他基本面方面的问题。对这样的经济体来说，我们只需等经济体回归到潜在增长率的周期就可以了。然而，很多经济学家（例如泰勒·考恩、罗伯特·戈登以及劳伦斯·萨默斯）都提出了这样的可能性：发达国家的潜在增长率在2007—2009年全球金融危机发生之前就已经出现了下跌的趋势。如果他们的意见是正确的，那要恢复正常的经济增长率就必须使用严重扭曲的政策。

劳伦斯·萨默斯认为，目前世界经济增长长期疲软的现象是由“长期停滞”问题引起的。[注]然而对于这种“停滞”现象的成因，不同的经济学家有不同的看法。[注]劳伦斯·萨默斯认为，造成上述现象的主要原因是总需求不足以及零利率下限的限制，此外他还认为金融不稳定现象的潜在可能性导致政府不能采用更加积极的货币政策。而总需求疲软背后的原因是人口老龄化导致的消费意愿下降，另一个原因是对于非常富裕的国家而言，消费的边际效应很小。

而泰勒·考恩和罗伯特·戈登则认为问题出在供给潜力不足上。[注]他们认为，“二战”后经济的高速增长实际上是一种脱离常态的情况，在工业化国家中，经济的高速增长受益于以下因素：战后重建，电力、电话、汽车等技术的传播，教育水平的提高，妇女走出家庭造成的劳动参与率的提高，国际贸易的恢复，资本投资的增加。然而，战后总体因素生产率的增速（即创新和新的生产方法带来的经济增长）其实低于1920—1950年的峰值。在最近几十年中，不仅生产效率出现了进一步的下滑（仅在20世纪90年代末因为信息技术产业革命而出现过暂时性的上扬趋

势），而且经济增长还受到以下因素的拖累：教育水平已达到平台期，无法继续增长，劳动参与率无法继续提高，劳动力规模缩减。从上面这一长串负面因素中我们就可以看出，除了需求疲软的问题，潜在供给不足也是导致经济增长缓慢的一个重要原因。

要提高潜在经济增长率，就必须依靠结构化改革措施。结构化改革措施通常包括增加竞争，鼓励创新，促进制度进步等。然而这些改革措施通常会触犯既得利益群体的利益，从而面临强大的阻力。而且，这些改革措施为选民带来的好处通常也是遥远和不确定的。难怪时任卢森堡首相让·克洛德·容克曾在欧元危机的高峰时这样说：“我们都知道我们应该怎么做，我们只是不清楚在我们这样做以后如何能让选民再次选我们上台。”

发展强制令

也许基本面的情况确实指向这样的现实：工业化国家在目前以及将来必须经历一段低速增长的时期，直到新的技术和新的市场为它们注入新的增长动力。如果实际情况确实如此，那么从政治上来讲，发达国家可以接受低速增长的事实吗？不管怎么说，工业化国家的人均收入水平很高，几年的低速增长并不会导致大规模的灾难效应。为什么我们在政治上如此需要高速的经济增长呢？

原因之一是政府必须兑现他们的承诺。社会主义者沃尔夫冈·施特雷克曾在20世纪60年代经济高速增长时期写道：当我们觉得“更好的社会”是一个可以达到的目标时，工业化经济体会向大众做出社会安全方面的非常乐观的承诺。[注]自那时以来，政府的这种承诺在不断地增加，因为在政治上这样做非常方便（这种承诺不会在预算中表现出来）。然而无限制地提高养老金水平，老年医疗福利，以及公共板块工作人员数量的承诺从财政上来讲是不现实的。如果不能保持经济的增长，所有这

些承诺很快就会变得无法持续。

我们追求经济增长的另一个原因是达到代际间的平等。因为目前很多国家的体制都是靠年青一代的劳动来支付政府对老一代人的福利承诺。经济增长是保证社会和谐的重要动力。

经济增长的好处不仅仅在代际间的分配极不平均，这种好处在同一代人之间的分配也不是平均的。由于技术的变化和国际竞争的加剧，在工业化国家中重复性劳动的工作机会（不管是高技术的还是低技术的）已经大幅减少。因此对低技术和中等技术的劳动者而言，每一个百分比的经济增长给他们带来的就业机会正变得越来越少，因此要帮助这些人找到满意的就业机会，就需要更快的经济增长。此外，失业人群的劳动技术会高速丧失的现象也是政府追求经济增长的重要原因之一。

对通缩的恐惧

最后，对通缩的恐惧也是工业化国家追求高速经济增长的动力之一。在这方面最典型的例子就是日本。很多人相信，日本政府在经济政策方面所犯的最大错误就是让经济滑入了通缩的陷阱，而长期持续的通货紧缩现象严重拖累了经济的增长。

但是如果我们对日本的情况进行详细的研究，就会发现并没有明确的证据证明日本的经济发展速度低于潜在的增速，也没有证据表明是通缩导致了经济增速的放缓。在20世纪90年代初的金融危机之后，日本政府没有及时行动，没有对银行系统进行清理并对过度负债的公司进行重组，这一失误可能确实导致了日本经济的长期疲软。但是，在20世纪90年代末和21世纪初日本政府采取行动以后，日本的人均经济增速，或者平均到每个劳动者的经济增速，都并不低于其他工业化国家（参见表27–1）。注

表27–1 发达经济体实际人均GDP的增速（1996—2014年，%）

	日本	美国	欧元区
1996—2000 年	0.63	3.10	2.41
2001—2005 年	1.05	1.56	0.99
2006—2010 年	0.35	–0.12	0.41
2011—2014 年	0.91	1.38	0.13

资料来源：World Economic Outlook Database，IMF，April 2015。

那么，通货紧缩现象到底会带来哪些危害呢？通缩的危害之一是：如果工资是向下黏滞的，实际工资的增长就会导致失业现象的发生。然而在2000—2014年，日本的平均失业率只有4.5%，同期美国的失业率是6.4%，而欧元区的失业率高达9.4%。[注]这部分是因为日本抛弃了传统的终生就业合同制，而对新员工实行短期合同雇佣。通过这种改革，日本获得了工资的弹性。虽然这样的改革会带来社会福利方面的成本，但工资的弹性使得经济体能够更好地应对长期的通货紧缩现象。

关于通缩的另一个担忧是，长期的低通胀率最终会转化为严重的通货紧缩，因为名义利率的零利率下限会导致实际利率高于合理水平的现象。目前也没有证据证明上述现象在日本发生过（参见图27–1）。

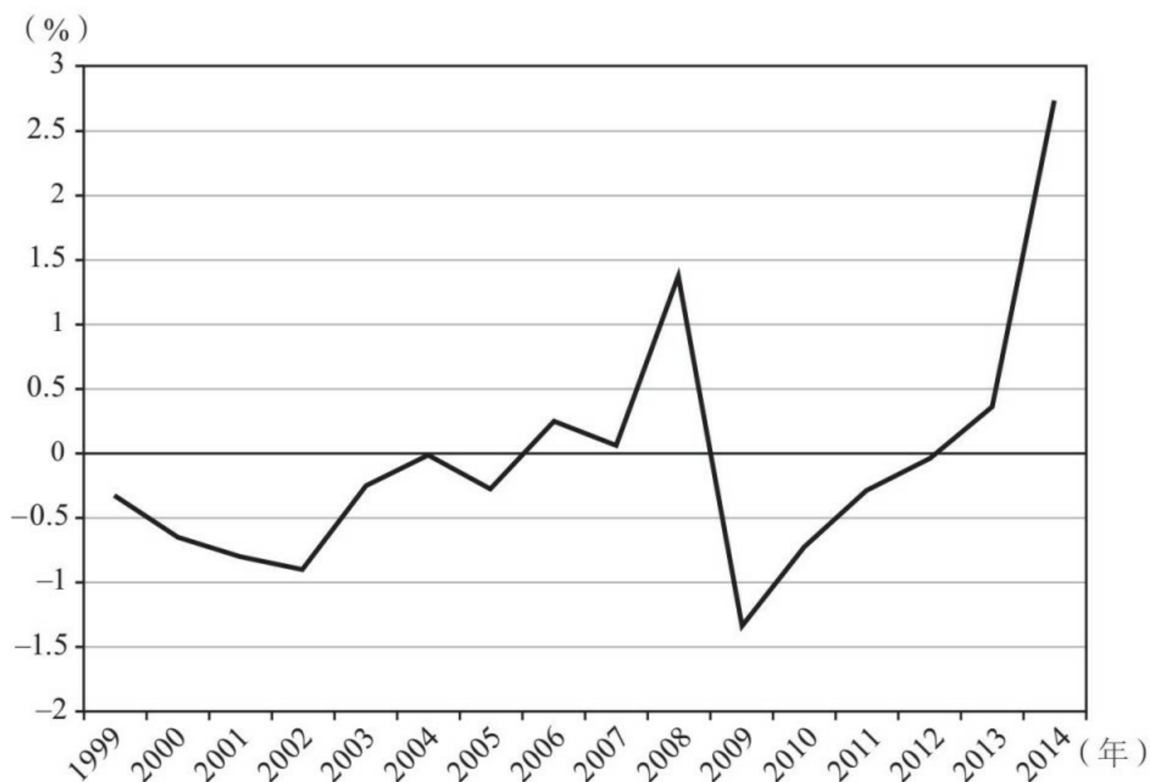


图27–1 日本的CPI通胀速率（平均值）

资料来源：World Economic Outlook Database，IMF，April 2015。

即使通货紧缩的幅度不大，也会促使消费者提高储蓄水平，因为消费者相信未来物价会变得更低。特别是当零利率下限导致实际利率高于合理水平的时候，过度储蓄的现象会变得尤其明显。图27–2描绘了日本家庭储蓄占GDP的比例以及通缩率的变化。从数据中我们并没有看出高通缩率会导致储蓄率的升高。

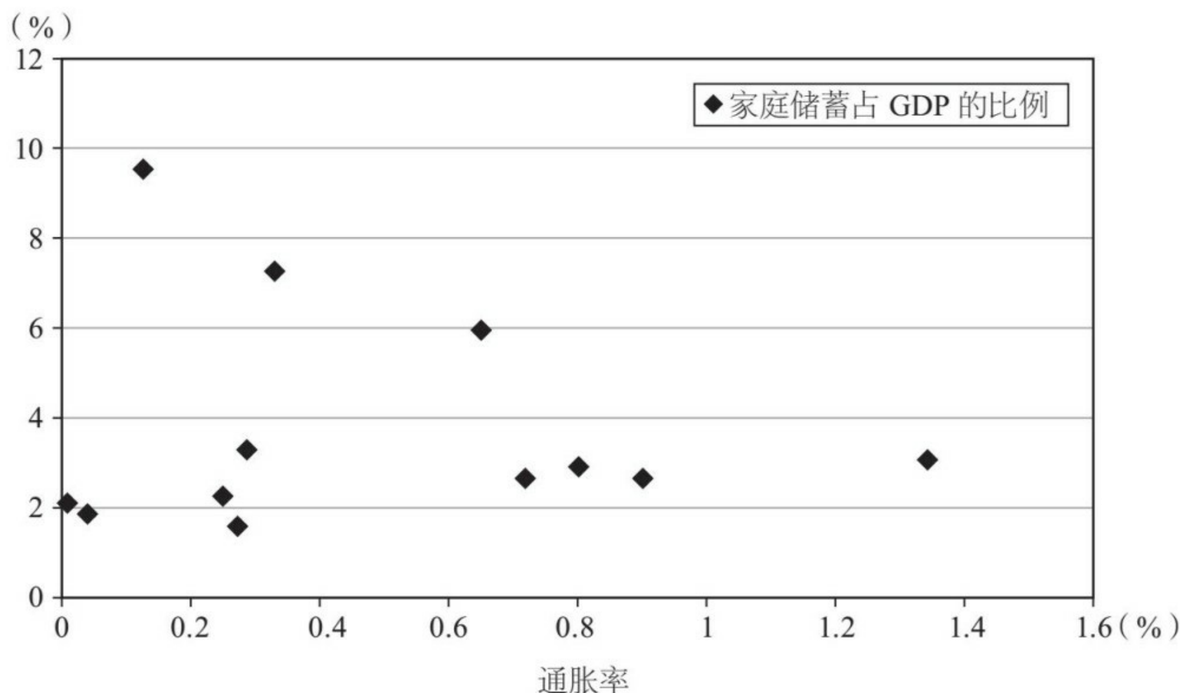


图27–2 日本的家庭储蓄和通缩率

注：本图描绘了日本所有通胀率为负的年份的通缩率和储蓄率，本图涵盖的时间段为：1980—1995年，1999年，2000—2005年，以及2009—2014年。
资料来源：World Economic Outlook Database，IMF，April 2015。

最后，通货紧缩确实会增加现存债务的实际债务负担，从而加重债务过度的问题。但是，如果债务过度的情况确实存在，那么有针对性的债务重组比通胀更有效。

尽管我列出了上述的一系列论点，但是央行的管理者仍然会继续保持他们对通货紧缩的厌恶。由于上面提到的一系列担忧，我们可以理解发达国家央行不愿意接受低经济增长率的原因。就算发达经济体的潜在经济增长率确实已经下降，央行也不愿意接受这样的现实。

因此，工业化经济体目前面临着这样的核心矛盾：在政治上人们无法停止对强劲经济增长的追求，而在现实上，我们又确实看到各种刺激政策已经无法有效地提高经济的增长率，债务减记从政治角度来看是不现实的，要进行结构化改革目前时机又不对（从政治上来说，改革的代价也许会超过收益）。然而，我们还有另一个刺激经济增长的渠道——

出口。

新兴市场的反应

如果说工业化国家已经深深陷入了增长疲软的泥沼，那么我们能不能靠新兴市场（在本文中新兴市场经济体泛指发展中国家和前沿市场）来拉动国际需求呢？毕竟，新兴市场经济体对公共基础设施的投资需求十分明确，这些国家的人口仍在持续增长，可以作为消费需求的主要来源。新兴市场经济体对经济增长的追求一点也不亚于工业化国家。虽然这些国家通常不需要兑现过去政府许下的过于乐观的承诺，但有些新兴市场经济体也同样面临人口老龄化的问题，必须对老龄化的人群提供福利。很多新兴市场经济体存在大量年轻的贫困人口，他们对经济的增长抱有很高的期待。在理想的情况下，富裕国家应该向新兴市场经济体注资，帮助这些国家为未来投资，从而提高世界的总需求水平。

在20世纪90年代，确实出现过这样的情况。当时很多新兴市场经济体向发达国家借款来支持对基础设施的投资和经济发展。然而，这样的行为最终并没有产生好结果。20世纪90年代金融危机的教训说明，新兴市场经济体过度依赖国外资本来刺激经济增长的做法是非常危险的。

从图27–3中的虚线数据可以看出，在20世纪90年代的金融危机之后，有一些新兴市场经济体大幅削减投资，使经常账户余额出现顺差，并通过积累外汇储备来保证外汇方面的竞争力。这些新兴市场经济体不仅没有为世界商品提供需求，反而变成了净供给国家，寻找着世界其他地方的需求。

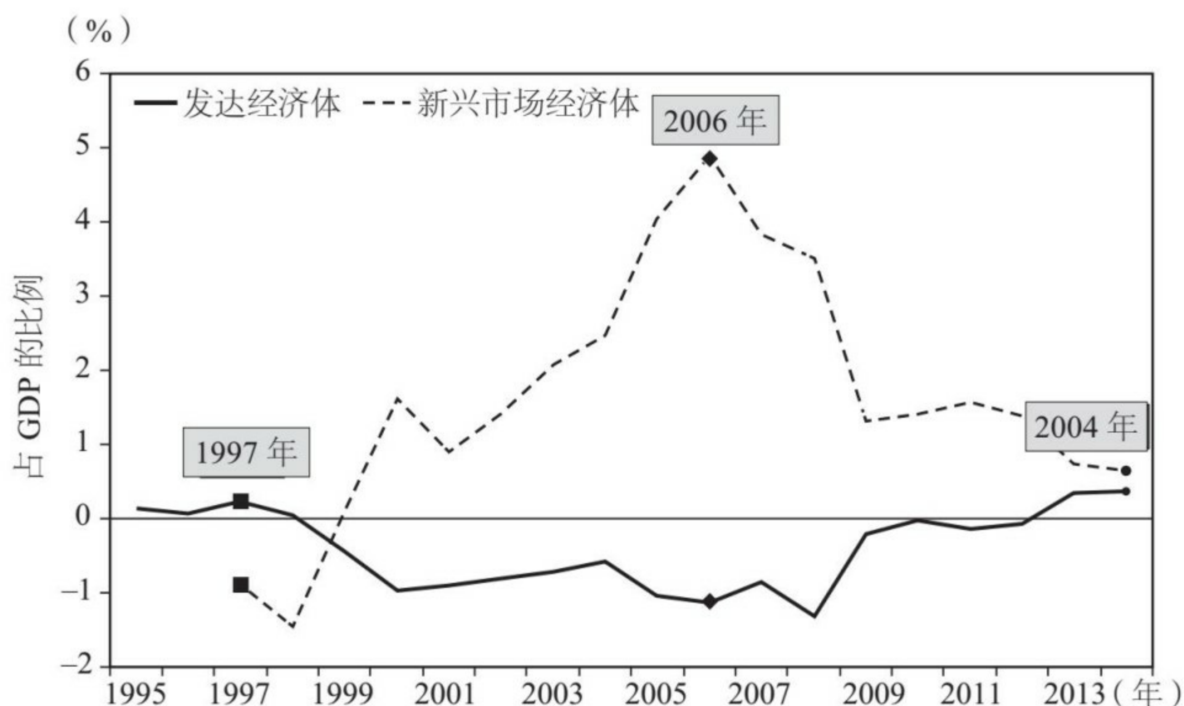


图27–3 经常账户余额（占GDP的比例）

注：新兴市场经济体包括新兴市场和发展中国家。

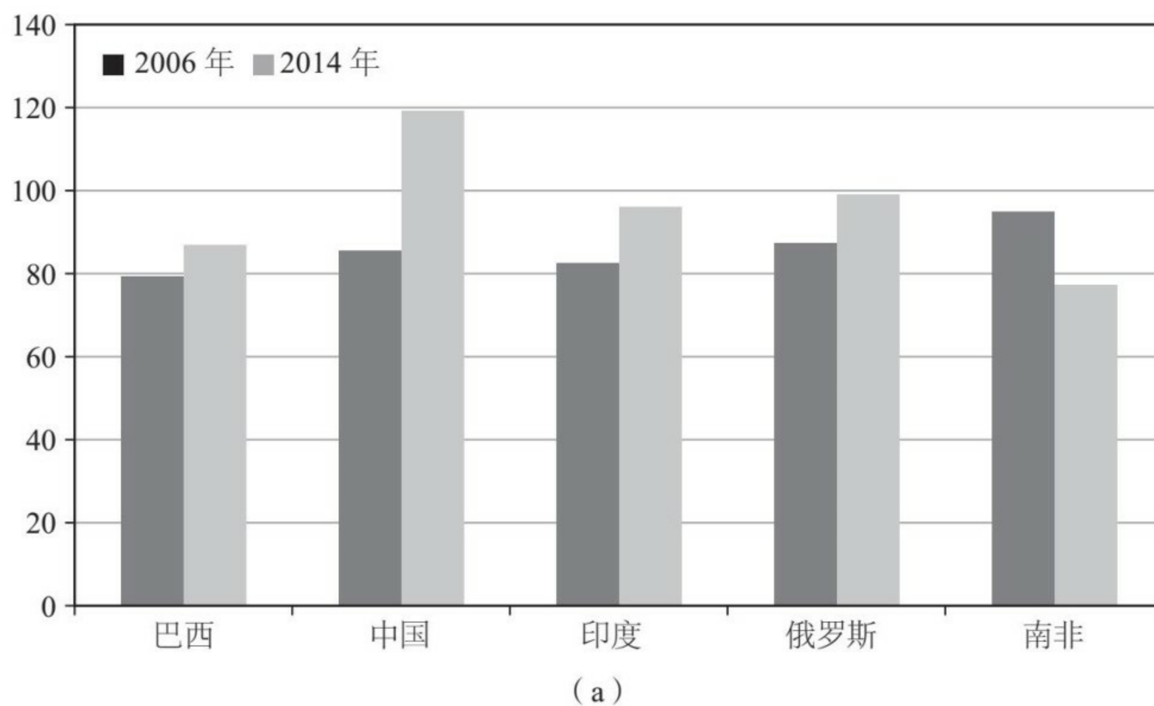
资料来源：World Economic Outlook Database，IMF，April 2015。

2005年，时任美联储理事本·伯南克发明了一个词叫作“国际储蓄过剩”，他用这个术语来描述很多国家（尤其是新兴市场经济体）的经常账户顺差现象，而这些过剩的储蓄需要寻找机会进入美国。(注)本·伯南克认为，流入美国的这些资本会造成一系列的不利后果，包括资源的错误分配：资源会从可交易的制造业流出，流入房地产等非贸易商品板块。本·伯南克认为美国应该缩减经常账户的赤字规模，然而要做到这一点主要不是依靠美国的行动，而是必须要求新兴市场经济体减少它们对汇率的干预。

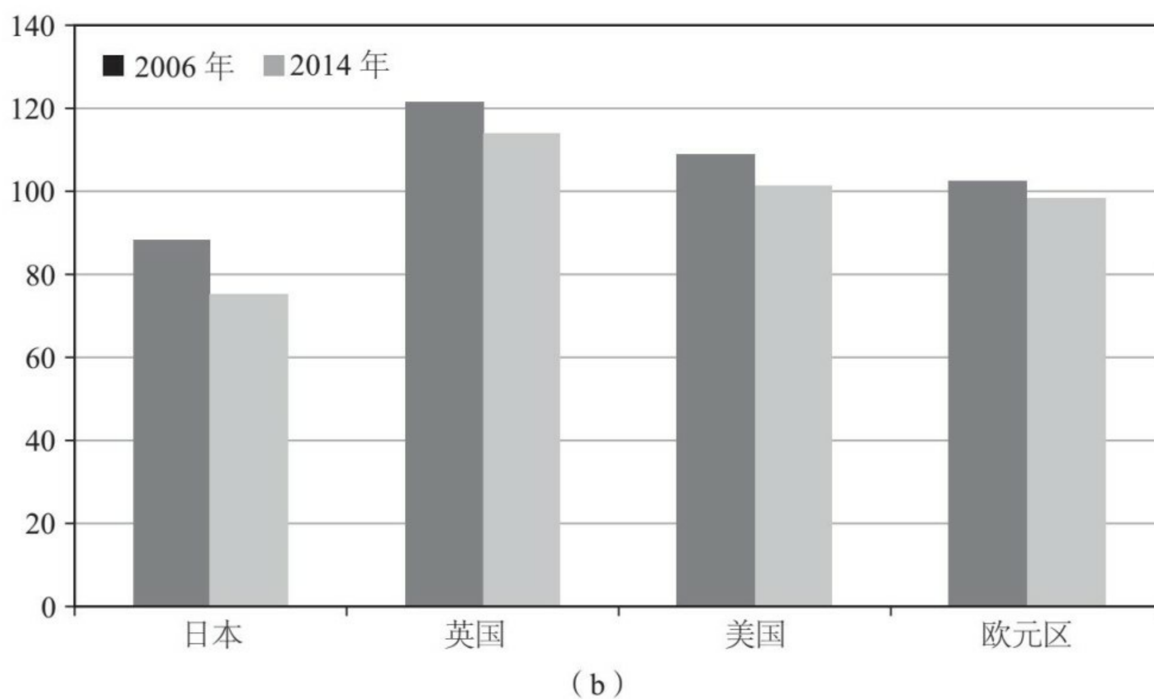
在本次金融危机爆发之前，新兴市场经济体和工业化国家陷入了一种资本流动和需求之间的危险关系，这种情况和20世纪90年代新兴市场危机爆发前的情况虽然正好相反，但危险程度不相上下。新兴市场经济体央行对汇率的持续干预，以及工业化国家对过度杠杆的宽容态度，共

同导致了国际金融危机的最终爆发。然而，当我们通过危机看到上述现象的危害以后，局势又再一次出现了倒转的趋势。

在本次金融危机以后，工业化国家削减了它们的投资，却并未相应提高消费（占GDP的比例），这导致工业国家对外国货物的需求下降，对外国资金的依赖程度也下降。工业化国家靠这样的政策减少了经常账户的赤字规模（这种赤字可以创造需求），甚至开始积累经常账户的顺差（这种顺差会产生供给）。与此同时，新兴市场经济体的经常账户顺差规模大幅下降。新兴市场经济体对外国商品需求的相对增长从2008年就开始出现，这种增长主要伴随着投资的增长，而不是储蓄的减少。导致或者促进上述变化发生的因素包括2006—2014年新兴市场经济体实际汇率的大幅升值，以及工业化国家汇率的贬值。



（a）



（b）

图27–4 实际有效汇率的变动情况，2006—2014年

注：

a.一些新兴市场经济体（实际有效汇率指数，2010年=100）。

b.发达经济体（实际有效汇率指数，2010年=100）。

资料来源：World Economic Outlook Data- base，IMF，April 2015。

工业化国家央行所采取的政策和21世纪初新兴市场经济体央行所采取的长期汇率干预措施其实是十分相似的，那么这种措施是否真的加速了经常账户的调整呢？也许吧。而在这方面最可能被采取的政策就是我们所说的“非常规货币政策”。

非常规货币政策

非常规货币政策主要包括两方面的政策：一是央行以某种方式承诺长期将利率保持在零左右；二是一些影响央行资产负债表的政策，比如通过对某些市场（包括外汇市场）的资产购入来影响这些市场的价格。注

显然非常规货币政策确实可以起到一些效果：当市场崩溃或发生大面积失灵现象时，央行可以通过资产负债表来帮助市场修复。但关键的问题是：在市场修复已经完成以后，继续长期采取这些非常规货币政策是否会造成对市场的扭曲？比如，零利率下限问题就是一个很好的例子。因为央行无法将短期政策利率压低到很大的负值，而长期利率因为风险溢价的存在总是高于短期利率，因此央行可以使用非常规货币政策直接影响长期利率。能够承受风险的央行可以采取直接行动，比如购入长期债券，这些措施能够有效缩小其他长期资产的风险溢价。

央行的上述行为会产生两方面的后果。第一，某些可以在短期资产和长期资产之间自由转换的投资者可能会选择持有更多的短期资产，因为在风险调整之后，短期资产比长期资产更有吸引力了。于是，随着央行通过量化宽松政策增加对债券的购买，商业银行持有无息准备金的意愿增加了。第二，对于那些无法抛弃长期资产而转向短期资产的金融机构（比如养老基金、债券共同基金、保险公司等）而言，它们面临两种选择：要么继续持有长期资产并且忍受对风险补偿不足的市场现状，要么转而投资风险更高的资产。后者就是所谓的追求高收益率的行为。这

种追求高收益率行为的产生可能是由于外来资产的风险溢价被压缩的程度相对较小，或者是因为这些金融机构必须达到某个固定的名义收益率。

如果每个人都能掌握分寸，知道什么时候该收手的话，上面的一切都不会成为问题。不幸的是，目前对于央行采取非常规货币政策的幅度并不存在什么限制。如果非常规货币政策没有对经济增长产生足够的刺激，央行可以简单粗暴地继续增大政策的强度。于是，对资产价格的扭曲和对资金的错误分配效应就会进一步放大，当央行最终决定停止上述政策的时候，就会面临高昂的成本。

另一个同样重要的问题是，国内的基金经理可以通过投资国外资产来追求高收益率，这会导致国内货币的贬值，这方面的效应甚至比普通货币政策的效应还要强。当然，货币的贬值也许会提升资本输出国的竞争力，从而促进这些国家的出口。然而，这种竞争力的提高和需求的转移对全球经济稳定是非常不利的，尤其是如果政府不同时创造国内需求的话，就会导致更大的负面效应。

对新兴市场的外溢效应和抢板凳游戏危机

如果非常规货币政策鼓励本国投资者承担更多的金融风险，却不能提高国内的投资和消费，那么这种非常规货币政策所产生的汇率效应只会导致需求从不采取这种政策的国家流走，而不会对它们的商品产生补偿性的国内需求。如果是这样的话，这种非常规货币政策和新兴市场经济体在2007—2009年国际金融危机以前所采取的汇率干预政策本质上是非常相似的。

事实上，我们也确实看到，在金融危机发生以后，流向新兴市场经济体的资本规模非常大，尽管新兴市场经济体已经试图通过储备积累来

拒绝这些资本的流入[注]。大量的资本流入导致新兴市场经济体国内杠杆的升高，这种抬升杠杆的效应主要通过两种渠道产生作用：第一是跨境银行资本流动产生的直接效应；第二种效应是一种间接效应：因为货币的升值和资产价格的上升，新兴市场经济体的借款人似乎拥有了更多的股本。2005年，伯南克曾经担心资本的流入会导致美国国内的不合理投资现象。在本次金融危机以后，随着资本大量从工业化国家流入新兴市场经济体，我们确实在新兴市场经济体看到了伯南克描述的情景。

那么，我们是否可以说是20世纪90年代新兴市场经济体的危机转化成了21世纪初工业国家的危机，然后又转化成了2010年以后新兴市场国家所面临的问题呢？是否各国为了解决国际需求不足的问题，在不断地将本国的麻烦输出到其他国家呢？2013年7月的“缩减危机”清楚地表明，那些经常账户赤字很大的新兴市场国家再次变得脆弱了。[注]是否世界各国正在进行一场危险的抢板凳游戏，各国试图轮流刺激本国经济增长，而抢不到板凳的国家就要倒霉？如果是这样的话，我们如何才能打破这个恶性循环呢？

好的政策和好的行为

在一个理想的世界中，对经济增长的政治追求不应该超越一个经济体的发展潜力。然而，我们并不生活在一个理想的世界中，我们面临着很多现实的问题，比如政府对社会安全的承诺，过度负债的问题等，贫困现象也不会那么容易消失。面对这一系列现实的考虑，也许我们应该设法寻找一种更聪明的方法，促进经济的可持续发展。

显然，针对经济增长疲软现象的长期政策应对应该是鼓励创新，以及能够提高生产效率的结构性改革。此外，我们还应该在不损害创新和效率的基础上，让机会和潜能的分配更加合理。

然而，从短期的角度来看，促进经济可持续发展的关键因素是合理的投资机会。在工业化国家，与绿色能源有关的政策（比如碳排放税和排放量限制）是一个值得考虑的方向，因为这种政策不仅能够明确指导工业板块的投资方向，还能够拉动投资总额，并帮助政府实现环境保护的长期目标。

大多数新兴市场经济体在基础设施方面有很大的投资需求。但我们仍然需要更好地理解如何提高项目选择和融资能力。过多的公共板块投资会导致低效率和寻租行为，而过多的私营板块投资则通常导致过高的风险和牟取暴利的现象滋生。未来我们应该以私营板块为主导，设计出合理的公私合作机制，并且积极学习其他国家的成功经验。

显然，当国家的宏观经济政策合理的时候，明智的投资更容易产生喜人的效益。而要制定出合理的宏观经济政策，我们需要限制跨境资本流动产生的负面外溢效应。为了做到这一点，在政策制定方面我们可能需要新的游戏规则。

新的游戏规则出现了吗

我们如何才能阻止这场抢板凳游戏的危机，让各国停止轮流贬值本国货币（通过长期直接汇率干预，或者通过实施非常规货币政策，这些行为都会堵塞创造需求的传播渠道）的行为？如何才能让各国回到创造国内需求的正轨上来呢？要回答这个问题，我觉得我们可以审视支持上述危险行为的理由，并逐一对其进行反驳。

理由1：强劲的经济增长不是会使世界变得更好吗？

如果一个国家的政策不会对其他国家产生负面的外溢效应，那么这个国家的经济增长当然会让世界变得更好。但是现在的重点是：当一个国家通过贬值本国货币的方法来刺激国内经济增长时，这种行为实际上

损害了其他国家的经济增长。

理由2：现在正处于经济萧条时期，因此我们必须采取一切可能的手段重启经济增长。只要本国的经济恢复增长就可以了，我们不需要考虑其他国家的利益。

如果这种政策是暂时性的，如果国家恢复经济增长以后愿意重新让货币升值，那么上述说法可能是成立的。然而，如果货币的升值只是让政府继续实施非常规货币政策（因为政府不愿意放弃本国货币贬值所换来的经济增速），那么上述说法就不再成立了。此外，这类政策会导致资本持续单向流入其他国家，对资本流入国的金融稳定产生负面的影响，并且伤害这些国家的竞争力。因此，任何暂时性政策的实施时间段都必须受到严格的限制。

理由3：国内的政策目标要求我们保证通胀目标的实现，由于我们目前面临着零利率下限的限制，实施非常规货币政策是十分必要的。

这个说法存在两个弱点。第一，这种说法把国内的政策目标凌驾于国际责任之上。如果这种说法被认为是合理的，那就不会再有任何国家愿意承担国际责任，而是本国怎么方便就怎么做。第二，这种说法假设达到通胀目标的唯一途径是实施非常规货币政策，而这种假设是没有道理的。（事实上，这个说法还假设非常规货币政策确实可以成功地长期提升通胀率，而实际上支持这种观点的证据也很少。）

理由4：我们制定政策的时候，已经考虑到世界其他国家的反应对我们的经济体产生的反馈效应，因此，不能说我们在使用非常规货币政策时没有考虑对其他国家的影响。

在理想的状态下，每个国家在制定政策时都应该假定自己生活在一个没有国界的世界里。在这样的理想世界中，决策者应该判断政策的总体正面效应（包括国际和国内的）是否超过其成本。有些政策会产生很

强的国内正面效益，却会产生很高的国际成本，然而在一个没有国界的世界中，这样的政策仍然有可能是合理的，因为受益的人比受伤害的人更多。

在这样的框架下，我们可以说持有观点4的人没有担负起全面的国际责任。因为他们只考虑到别国行为会给本国造成的反馈效应，而没有考虑到自己的行为对别国造成的外溢效应。比如，国家A可能通过实施某种政策摧毁国家B的产业I，然而国家A没有考虑产业I的摧毁对国家B的伤害，而只考虑到产业I的摧毁会导致国家B减少对国家A商品的进口。

理由5：以国内目标为着眼点的货币政策已经十分复杂且很难与公众交流了。如果要求我们在使用非常规货币政策时还要考虑到其他国家的情况，问题会复杂到根本无法解决的程度，因此我们无力承担这样的负担。

这是一种我经常听到的观点，但这种观点实际上抛弃了国际责任。这种观点的实质是认为每个国家的货币政策制定机构只应该对本国负责，因此这种说法和理由3并无本质不同。在一个全球化互联互通的世界中，我们不能用“复杂度”作为不负责任的借口。

理由6：我们只管做我们需要做的，其他国家可以自行调整。

做出调整并不是件简单的事，有的会产生很高的成本。这也是为什么本·伯南克将解决他所说的“国际储蓄过剩”问题扩展到其他国家，而不是仅交给美国。大规模的资本流入会导致新兴市场经济体的汇率剧烈波动，信贷高速增长，新兴市场经济体不一定有足够的制度保障对这些情况做出必要的调节。比如，虽然对工业化国家来说货币的贬值相对比较容易控制，但是如果新兴市场经济体的央行缺乏公信力，汇率的大幅贬值可能很快就会演化为高速通胀。

我认为，IMF等多边机构应该重新审视目前的游戏规则，并且设计出一套大家公认的新规则，确保各国在制定政策时担负起应有的国际责任。不管一国央行的国内政策任务是什么，都不能成为逃避国际责任的借口。IMF应该对每一种非常规货币政策（包括长期单边汇率干涉）进行分析，研究这种政策可能产生的效果，从而决定实施这种政策的界限。叫停以干涉汇率为主要渠道的政策还可以解决一个长期存在的经典囚徒困境问题：一旦某些国家决定采取贬值本国货币的政策，其他国家往往也会被迫采取类似政策（因为如果不采取相应的政策，本国货币就会升值，对本国商品出口的需求就会下降）。此外，想要退出这种政策也非常困难（因为停止采用这些政策也会导致本国货币的急剧升值）。因此，如果没有国际协同合作，即使大家都知道这种政策不是最优的，我们也会陷入所有国家都采取这种政策的状态，而且这种政策会被长期执行。

当然，在这方面我们还应该进行更多的对话和公众辩论。我们必须认识到，要在这方面取得进步需要强大的政治领导力。

结论

在我看来，目前国际货币政策缺乏有效组织的现状是一个重要的风险来源，它不仅损害世界经济的可持续增长，还给金融板块带来了风险。这个问题不是工业化国家的问题，也不是新兴市场经济体的问题，而是世界所有国家共同面临的问题。由于文中讨论的种种因素的影响，世界各国目前正陷入一种争相放松货币政策的危险的抢板凳游戏中。

我使用了大萧条时代的术语，是因为我担心在目前这个总需求不足的环境中，各国会为了争夺需求的更大份额而展开危险的恶性竞争。这种行为事实上也向金融板块注入了更多的风险，一旦非常规货币政策结束，这些风险就会现实化。

面对这样的问题，我们需要具有广泛影响力的多边组织来制定新的游戏规则，并且监督这些规则的实施。每个国家都应该更努力地在自由贸易、公开市场以及承担国际责任方面达成共识。虽然目前的一些经济事件在一定程度上导致各国变得更狭隘自私了，但只要我们能够做到上述几点，我们就能为未来强劲的可持续增长打好基础。而这样的经济增长正是目前每个国家都迫切希望的。

本文参考了作者在“反思宏观政策III”会议上的小组发言，以及2015年5月9日在纽约经济俱乐部所做的发言。感谢联邦储备银行的普拉奇·米什拉博士为本文提供的宝贵意见和研究支持。

---

1. .如欲了解一些有趣的证据，可参见Atif Mian and Amir Sufi,*House of Debt* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014)。跨国证据可参见Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff,*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008)。如欲了解国际金融危机以及政策响应的总体情况，可参见Martin Wolf,*The Shifts and the Shocks: What We’ve Learned and Have Still to Learn from the Financial Crisis* (New York: Penguin, 2015)。
2. .但是以下研究认为，实际中性利率可能受到低政策利率的影响，参见Claudio Borio and Piti Disyatat, “Low Interest Rates and Secular Stagnation: Is Debt a Missing Link?” (blog post*VoxEU*, Centre for Economic Policy Research, June 25, 2014, http://www.voxeu.org/ article/low-interest-rates-secular-stagnationand-debt)。
3. . Larry Summers, “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and Zero Lower Bound,” speech before the National Association for Business Economics, Economic Policy Conference, February 24, 2014, http://larrysummers.com/ wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf.
4. .例如可参见Wolfgang Streeck, “The Crises of Democratic Capitalism,”*New Left Review* 71 (September/October 2011),或者Raghuram Rajan, “The True Lessons of the Recession: The West Can’t Borrow and Spend Its Way to Recovery,”*Foreign Affairs* 91, no. 3 (May/June 2012)。
5. . Tyler Cowen,*The Great Stagnation How America Ate All The LowHanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better* (New York: Dutton, 2011); Robert J. Gordon, “Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts Six Headwinds,”NBER Working Paper 18315 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, August 2012).

6. .参见Streeck, “The Crises of Democratic Capitalism”。

7. .我是从让–克洛德·特里谢处第一次了解到这些情况。如欲了解更多关于通货紧缩的情况，参见Claudio Borio, Magdalena Erdem, Andrew Filardo, and Boris Hofmann, “The Costs of Deflations: A Historical Perspective,”*BIS Quarterly Review,* March 2015。

8. .数据来源：*World Economic Outlook Database*, IMF, Washington, DC, April 2015。

9. . Ben S. Bernanke, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,”remarks by Governor Ben S. Bernanke before the Virginia Association of Economists, the Sandridge Lecture, Richmond, VA, March 10, 2005, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102.

10. .关于这方面的总述，参见Claudio Borio and Piti Disyatat, “Unconven- tional Monetary Policies: An Appraisal,”*Manchester School* 78, no. S1 (2010): 53–89. September 2010。

11. .事实上，新兴市场经济体央行的行为和商业银行的行为类似，面对资本的流入，新兴市场经济体央行选择持有更多的短期资产，这种行为使得工业化国家央行进一步采取非常规货币政策的能力提高。从某种程度上来说，新兴市场经济体央行通过持有预防性的储备，为外国投资者提供了流动性。

12. .有些人认为新兴市场国家应该把汇率自由调整作为宏观经济管理的中心。然而我必须提醒这些人：在量化宽松政策实施后，金融情况受负面影响最大的国家，正是那些前期让实际利率升值幅度最大的国家。参见Barry Eichengreen and Poonam Gupta, “Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets,”faculty paper, Department of Economics, University of California, Berkeley, 2013;以及Prachi Mishra, Kenji Moriyama, Papa N’Diaye, and Lam Nguyen, “The Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets,”IMF Working Paper (Washington, DC: IMF, 2014)。

结论

28
反思宏观政策：进步还是混乱

奥利维尔·布兰查德 IMF前首席经济学家

2015年4月15—16日，IMF举行了“反思宏观政策”会议的第三次会议。一开始，我将会议的标题和副标题定为：“反思宏观经济政策III：在战壕中”，因为我认为2011年举办的第一次会议找出了之前政策的主要失误，2013年举办的第二次会议找到了改革的基本方向，因此我认为第三次会议应该是一个进步与成果的汇报会。

然而和我一起组织这次会议的劳伦斯·萨默斯却驳回了我的上述副标题。他认为我的观点过于乐观，我们根本还没有找到前进的方向。要辩赢劳伦斯是非常困难的，因此我将本次会议的标题改为：“反思宏观政策III：进步还是混乱”。

那么，如今的我们究竟处在怎样的位置上呢？我相信劳伦斯和我都是对的。我这么说并不是出于客套。我们的共同目标是一致的，都希望尽快进入战壕，击退我们的敌人。但是，这条战壕最终将把我们引向何处，目前尚不清楚。这就是我的这篇闭幕词想表达的中心思想。在这篇文章中，我将主要讨论宏观审慎监管工具、货币政策以及财政政策。

宏观审慎监管政策

首先，我想讨论宏观审慎监管工具。如果本次危机让我们只学到一个经验和教训的话，那就是认识到宏观审慎监管工具必须成为我们的基

本宏观政策工具的一部分。不管是在研究还是在政策方面，我们都已经取得了很大的进展。我们发展出了一套度量系统性风险的模型，并且考虑了控制这些系统性风险的政策工具。美国金融研究办公室最近的一份调查显示，至少存在31种方法来度量系统性风险的不同方面，我毫不怀疑实际存在的方法肯定比31种更多。大部分国家都已经设立了负责宏观审慎监管的机构，有些国家将这个机构设置在央行（比如英国），有些国家把这个机构设置在央行以外，但同时允许央行参与政策的制定过程（比如美国）。越来越多的国家正在尝试用贷款与价值比等工具影响房地产市场的需求和价格。

但是，这些改革究竟会带领我们走向何处呢？我们不知道未来的金融体系会具有怎样的特点，比如，未来的金融体系会在多大程度上以银行和金融机构为基础？或者在多大程度上以市场为基础的？当然，这样的不确定性是普遍存在的，比如在高技术板块也存在这样的不确定性。对于高技术板块的不确定性我们不需要过多担忧，我们只需要冷静地观察，看这条路将带我们走向何方。然而金融是不一样的。决策者不能仅仅采取一种观察者的身份，因为监管机制对整个金融体系的影响是非常巨大的。而我们并不知道究竟怎样的监管才是最好的。

宏观审慎监管政策和金融监管之间存在着区别。关于这一点，我想借用保罗·塔克的定义：宏观审慎监管政策是“一种动态调整的金融监管”。

比如，我们可以以资本比率作为例子。从理论上说，变化的资本比率（宏观审慎监管政策）听起来肯定比固定资本比率（金融监管）更合理。但是，这两者之间的优劣权衡关系我们真的理解得那么清楚吗？因为要确定何时及如何变化这些资本比率的要求是非常困难的，而且要进行这些变化需要克服很多政治经济方面的复杂因素，因此我们很难对上述问题做出明确的回答。

IMF的团队曾经对发达经济体自1970年以来经历的银行业危机进行

研究，这项研究的初步结论是，把资本比率定在15%—22%之间（比《巴塞尔协议III》的要求稍高）就可以在90%的情况下完全吸收损失。基于这样的结论，也许把资本比率固定在15%要比让资本比率在10%—30%之间浮动更加合理。

对于跨境资本流动也存在同样的问题。目前对各种形式的资本流动会产生的后果，以及各种形式的资本管制措施和外汇干预措施的效果，我们已经进行了很多的研究。从本次会议的资本流动部分的发言来看，大家普遍认同资本流动会导致一些负面效应，因此外汇干预和资本管制政策具有一定的必要性和合理性。但是，与上面的情况一样，最重要的问题是：保持资本账户多大的开放程度才是最优的？对这个问题的答案，我们目前尚不清楚。如果我们有能力完全禁止某种类型的资本流动的话，我们是否应该永久性地禁止某些种类的资本流动？目前我们也无法回答这个问题。

货币政策

接下来我们讨论货币政策问题。央行已经对各种各样的货币政策进行了实验，研究者也从学术的角度对这些政策进行了各种各样的分析（央行的实验通常早于研究者的研究）。在这方面我们已经取得了很多成果，具体来说，我们认识到我们可能会触及零利率下限，并且逃离零利率下限是比较困难的，我们还认识到金融资产之间不存在完美的替代关系，量化宽松政策可能影响期限溢价，在银行业发生的挤兑情况也会在非银行机构发生。在抗击金融风险的最前线，我们已经做了很多事情，并采取更多的措施。但是，和上面的情况一样，我们仍然不清楚这条路会引领我们走向何方。

下面我们来着重讨论两个相互关联的议题：央行资产负债表的最佳规模和构成。（由于篇幅所限，在这里我将不讨论我最喜欢的几个议

题，比如如何在未来防止触及零利率下限，以及最优的通胀率。在这些方面我们并没有取得太多的进步，但我相信这些问题仍然存在，也仍然值得讨论和研究。此外，另外一个核心问题是货币政策和宏观审慎监管政策方面的国际合作，在此我们也暂时不讨论。）

在下面的讨论中，我们将主要讨论美联储的情况，当然这些论点也同样适用于世界其他国家的央行。目前，美联储的资产负债表规模大约是4.5万亿美元。大约是2007年危机爆发前美联储资产负债表规模的5倍。美国短期国债曾占美联储总资产的25%，而现在已经被从美联储的资产负债表上移除。美联储持有的所有美国国债到期期限都大于一年，而且有一半以上的国债到期期限在五年以上。鉴于美联储资产负债表目前的情况，未来的美联储资产负债表应该呈现怎样的情况呢？

在目前来看，我们很难对上述问题给出确切的答案。美联储未来行动的目标和方向是清楚的，但是要把美联储的资产负债表调整到理想的水平还需要很长时间。由于从交易的角度看，对货币的需求量正在稳步下降，美联储的资产规模是否应该回归危机之前的水平，甚至应该比危机之前的规模更小呢？还是说美联储应该保持较大的资产规模，并对银行想要持有的超额储备支付利息？我个人并不认为美联储应该保持大规模的资产负债表，但是这方面的讨论目前还没有完全展开。

美联储是否应该回归危机前的政策？有没有什么好的论据可以支持美联储继续对收益率曲线进行全面的干预？换句话说，美联储既调整短期利率，也调整长期债券的期限溢价，这种做法的优点到底是什么？有一种观点认为，美联储持有短期美国国债会剥夺私营板块宝贵的抵押资产，这个论点到底有多强的说服力呢？我不知道这些问题的答案，但是我认为这些问题是决定我们前进方向的核心问题。

财政政策

下面让我们来对第三大政策支柱——财政政策进行简要的讨论。在这方面我们学到了很多新的东西。我们知道财政刺激政策确实可以发挥作用。在经济状况不好的时候，公共债务水平可能高速上升，尤其是当远期债务（包括正式债务和隐含债务）变成实际债务的时候。财政巩固措施的效应促使研究者展开了一系列的研究：对乘数效应的研究，对信心效应（即对债务可持续性的担忧程度的下降）是否、何时会部分抵消财政巩固措施的直接效果的研究。（出乎意料的是，这方面的研究和行动比我希望的要少得多，比如如何更好地设计自动稳定政策，这个问题就没有获得足够的关注。IMF 2015年春天的《财政监测报告》讨论了这个问题，但是到目前为止我没有看到任何实际的政策变化。）

当然就目前来说，通过观察来决定航向可能是比较合理的做法。长期的最优债务比率到底是多大，目前这不是最根本的问题，因为大家都同意目前的债务比率过高，而调整债务比率是需要时间的。当然，也不是所有人都同意这一观点，布拉德福德·德隆就坚决认为目前的债务比率不是太高，而是太低了。（在此，我先不参加关于长期停滞假说的辩论。至于我们是否可以假设r将永远小于g，我也不做评论。）

我们如何判断对每个国家来说正确的目标究竟是什么？这个任务目前还没有完成。但是目前比较清楚的是，并不存在一个适合所有国家的万能的债务与GDP比率。每个国家应该选择怎样的债务与GDP比率取决于一系列的因素，比如未来可能出现的经济增长率的分布，未来利率的可能分布，正式和非正式的远期债务的规模等。对于有的国家来说，可能较高的债务也是可持续的，而对另一些国家来说，可能很低的债务水平也难以持续。不管从概念上来说，还是从分析的角度来说，要解决这个问题的正确工具都是随机的债务可持续性分析，目前IMF已经开始使用这一工具。然而要把这种复杂的分析转化为简单易懂的政治经济目标，我们还需要付出更多的努力。

简单来说，虽然现在我们正在努力挖掘战壕的过程中，但我们并不

知道这条战壕最终将引领我们走向何处。显然两年后我们有必要再次召开反思宏观政策的会议。

参考文献

IMF. 2015. “Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth.”*Fis- cal Monitor*.Washington, DC, IMF, April. http://www.imf.org/external/pubs/ft/ fm/2015/01/pdf/fm1501.pdf.

作者简介

维拉尔·V.阿查亚

纽约大学斯特恩商学院金融系C. V. Starr经济学教授。

阿纳特·A.阿德马蒂

斯坦福大学商学院研究生部George G. C. Parker经济学与金融学教授；世界计量经济学会成员；曾获多项奖金；美国金融协会前董事会成员。她曾任职于多个编辑委员会，目前是美国联邦存款保险公司（FDIC）系统解决方案咨询委员会成员，美国商品期货交易委员会（CFTC）市场风险咨询委员会成员。

泽蒂·阿赫塔尔·阿齐兹

马来西亚央行前行长。

本·伯南克

2002—2005年任美联储董事会成员，此后任美联储主席。2005年6月至2006年1月任总统经济顾问委员会主席。此外他还担任过一系列的

学术职务，1985—2002年任普林斯顿大学经济学教授；目前任布鲁金斯学会常驻特聘研究员。

奥利维尔·布兰查德

彼得森国际经济研究所的第一位C. Fred Bergsten高级研究员。他同时还是麻省理工学院Robert M. Solow荣誉教授。2008—2014年曾任IMF首席经济学家。

马可·布提

欧盟委员会经济与金融事务总司长。

里卡多·J.卡瓦列罗

麻省理工学院Ford International经济学教授，世界经济实验室主任，美国国家经济研究局研究员，QFR资本管理公司顾问。

奥古斯丁·卡斯腾斯

墨西哥央行行长，现任IMF国际货币与金融委员会主席，以及国际清算银行全球经济会议和经济咨询委员会主席，国际清算银行董事会成员。此外，他还曾担任一系列高级职位，比如IMF副总裁、墨西哥财政部部长等。

海梅·卡鲁阿纳

2009年以来任国际清算银行总裁。在此之前任IMF货币与资本市场部主任。2000—2006年任西班牙银行行长，并以此身份参加欧洲央行理事会。2003—2006年任巴塞尔银行监管委员会主席。在加入西班牙银行之前，曾在私营金融板块工作近10年。

J.布拉德福德·德隆

加州大学伯克利分校经济学教授，曾在克林顿执政时期任美国财政部经济政策副助理部长。

马丁·费尔德斯坦

哈佛大学George F. Baker经济学教授。美国国家经济研究局（位于马萨诸塞州剑桥市）名誉主席。

维托尔·加斯帕尔

IMF财政事务部主任。在加入IMF前曾在葡萄牙银行、欧洲央行、欧委会等处任一系列高级政策职位。2011—2013年任葡萄牙财政部部长。

约翰·吉纳科普洛斯

耶鲁大学James Tobin经济学教授，埃林顿资本管理公司创始合伙人，圣达菲研究所外聘教授。1996—2005年任考尔斯基金会总裁，2009—2015年任圣菲研究所技术指导委员会主席。

菲利普·希尔德布兰德

黑石集团副总裁。2012年之前曾任瑞士央行行长，金融稳定委员会副主席。

吉尔·马库斯

2009年—2014年任南非央行行长。

莫里斯·奥布斯特费尔德

IMF首席经济学家，曾任加州大学伯克利分校1958届经济学教授。

路易斯·阿瓦祖·佩雷拉·达席尔瓦

2010—2015年曾任巴西央行副行长，主管经济政策工作。目前是国际清算银行副总裁。

拉斐尔•波蒂略

IMF研究部高级经济学家，维也纳联合研究所高级经济学家。.

拉古拉迈•拉詹

印度央行第23任行长。在此之前他曾任印度政府首席经济顾问，芝加哥大学布斯商学院Eric J. Gleacher金融学荣誉教授，IMF首席经济学家（2003—2006年）。

肯尼斯•罗格夫

哈佛大学Thomas D. Cabot教授。2001—2003年曾任IMF首席经济学家。他同时还是一位国际象棋大师。

罗伯特•E.鲁宾

1995—1999年任美国第70任财政部长。1993—1994年任国家经济委员会第一任主席。曾任高盛集团联席主席及花旗集团高级顾问。现任美国外交关系协会联席主席。2014年6月完成了在哈佛公司的12年任期。

申铉松

国际清算银行研究主管及经济顾问。加入国际清算银行之前曾任普林斯顿大学Hughes-Rogers经济学教授。

劳伦斯•H.萨默斯

哈佛大学Charles W. Eliot University教授，哈佛大学荣誉校长。过去20年间曾担任一系列高级政策职位：包括克林顿执政期间任美国第71任财政部部长，在奥巴马执政期间任国家经济委员会主任，此外还曾任《发展经济学》杂志副主席，世界银行首席经济学家。

拉尔斯•E. O. 斯文森

斯德哥尔摩经济学院访问教授，斯德哥尔摩大学国际经济研究所挂名教授。曾任瑞典央行副行长（2007—2013年），普林斯顿大学经济学教授（2001— 2009年），斯德哥尔摩大学国际经济研究所教授（1984—2003年）。

约翰• B.泰勒

斯坦福大学Mary and Robert Raymond经济学教授，斯坦福大学胡佛研究所George P. Shultz高级经济研究员。斯坦福大学入门经济学中心主任。曾任一系列政策职位，包括2001—2005年任美国财政部负责国际事务的副部长。

保罗•塔克

欧洲系统风险委员会主席，哈佛大学肯尼迪学院研究员。1980年加入英国央行，2009年至2013年10月任英国央行副行长。写作本文期间，

他还是哈佛商学院研究员。

何塞·比尼亚尔斯

现任IMF货币与资本市场部主任和金融咨询师。他是金融稳定委员会成员，在该委员会负责代表IMF。在加入IMF前，曾在西班牙央行担任若干职务，后任西班牙央行副行长。

保罗·A.沃尔克

在美国联邦政府就职近30年，1979—1987年两次担任美联储主席。此外他还曾担任一系列其他职务，包括总统经济复苏建议委员会主席（2008年11月至2011年）。2013年创立了沃尔克联盟。